THE CAPITAL CONQUEST
资本消战

COAY Books

目录
Content

- 第一回：黄光裕借壳上市国美称王(1)
- 第一回：黄光裕借壳上市国美称王(2)
- 第一回：黄光裕借壳上市国美称王(3)
- 第一回：黄光裕借壳上市国美称王(4)
- 第一回：黄光裕借壳上市国美称王(5)
- 第一回：黄光裕借壳上市国美称王(6)
- 第一回：黄光裕借壳上市国美称王(7)
- 第二回：银泰系出世偷心宁波华联(1)
- 第二回：银泰系出世偷心宁波华联(2)
- 第二回：银泰系出世偷心宁波华联(3)
- 第二回：银泰系出世偷心宁波华联(4)
- 第二回：银泰系出世偷心宁波华联(5)
- 第二回：银泰系出世偷心宁波华联(6)
- 第二回：银泰系出世偷心宁波华联(7)
- 第三回：沈国军杭州城下陈兵布阵(1)
- 第三回：沈国军杭州城下陈兵布阵(2)
- 第三回：沈国军杭州城下陈兵布阵(3)
- 第三回：沈国军杭州城下陈兵布阵(4)
- 第三回：沈国军杭州城下陈兵布阵(5)
- 第四回：银泰西征鄂武商蜜月短暂(1)
- 第四回：银泰西征鄂武商蜜月短暂(2)
- 第四回：银泰西征鄂武商蜜月短暂(3)
- 第四回：银泰西征鄂武商蜜月短暂(4)
- 第四回：银泰西征鄂武商蜜月短暂(5)
- 第四回：银泰西征鄂武商蜜月短暂(6)
- 第五回：新百改制老集团搭车转让(1)
- 第五回：新百改制老集团搭车转让(2)
- 第五回：新百改制老集团搭车转让(3)
- 第五回：新百改制老集团搭车转让(4)
- 第五回：新百改制老集团搭车转让(5)

- 第五回：新百改制老集团搭车转让(6)
- 第五回：新百改制老集团搭车转让(7)
- 第五回：新百改制老集团搭车转让(8)

第一回：黄光裕借壳上市国美称王(1)

（1）

资本逐鹿的家电连锁零售业，民企、外企攻城略地，战事不断。这是一场考验“胃口”也考验“消化”能力的并购战，是一场和时间赛跑的游戏。

上世纪90年代的黄光裕还是个传统的民营企业家，靠创业之初的一点运气、一份胆量和自己的勤奋，一点一滴地积累着自己的财富。到90年代末，黄光裕的企业已初具规模。

当然，这时的黄光裕离首富的距离还很远，改变这一距离的是他结识的在香港资本市场有“金牌壳王”之称的潮汕同乡詹培忠。詹培忠堪称传奇人物，号称炒股几乎未失过手，先后做过香港资本市场20多个“壳”生意，并因此赚得巨额财富。

从2000年6月到9月的3个月间，詹培忠得手了一个新的“壳公司”——香港上市公司Capital Automation Holding Limted（京华自动化集团有限公司），股票简称：京华自动化（）。几经买卖，詹培忠控制了京华自动化。

黄光裕此时正欲图谋进入资本市场，二人一拍即合，开始了对京华自动化的重组。17岁出门闯天下的黄光裕，靠100平米不到的店面起家，那时的他不会联想到自己的名字和“中国首富”有什么关系。一个“垃圾壳公司”在资本腾挪中变身“国美电器”。35岁的黄光裕资产瞬时膨胀至百亿，荣登2004年度胡润百富榜上中国首富。

而这时老对手苏宁电器加快了内地上市步伐，这迫使黄光裕也必须加快动作。黄光裕一边等待“24个月的禁期”结束，一边拉开了国美的重组大幕。

为了配合上市，黄光裕开始在香港造势。在大陆，国美是数一数二的电器零售商，但在香港的名声却不大。此前，黄光裕曾在2003年11月在香港九龙岛最繁华的旺角开设了第一家香港分店，占地达万平

方英尺，在当地属于超大型卖场。2004年5月后，黄光裕在香港加速了扩张的步伐，每周开一店、连开三店，配合媒体宣传造势，国美品牌的知名度在香港得以大大提高。香港电器零售商大哥丰泽电器突然倍感压力，对这个“外来户”刮目相看。国美电器在香港本地的“现场秀”，为国美电器成功借壳中国鹏润打下了很好的伏笔。

在苏宁电器内地上市申请获得中国证监会正式通过1个月后，冲出“24个月的禁期”的黄光裕终于出手。由于经过此前中国鹏润的一次配售新股，此时的黄光裕持有的股份。

黄光裕为国美定下2005-2008年的“四年发展计划”。到计划完成的2008年，整个国美电器营业额将增至1200亿港元，是上市公司2004年全年销售额120亿元的10倍。其在国内市场占有率也将相应提高到10%-15%。目前国美内部已有一支300余人的开店队伍。“我们将以最快速度向二、三级市场深入，国美现在最不缺钱，只恨不能飞起来圈地。”这最近已成为国美不少高层常挂在嘴边的一句话。

黄光裕从前经常说的一句话是：“做事一定要找对感觉”，如今的“感觉”，真好！

（2）

与黄光裕的一路高歌猛进相比，陈晓的个人经历则显坎坷，虽然陈晓领军下的永乐电器一直稳居内地家电连锁业的第三。

创建新的永乐电器之前，陈晓在国营上海永乐家电批发总公司工作。这家企业鼎盛时销售额突破过18亿元，但很快陷入了房地产投资热的泥沼，濒临破产。陈晓带领40多名员工集体辞职，买下“永乐”品牌。

1996年，他们成立了新的股份制企业：上海永乐。1998年，上海永乐由家电批发商转为专卖零售商。2000年，国美的黄光裕开始谋划买壳时，上海永乐管理层及雇员完成了对公司全部股权的收购，陈晓成了真正的老板。次年起，永乐成为上海最具规模的家电专卖零售商。

与国美全国点状扩张、苏宁采用分公司模式不同，永乐在上市之前的主要精力还放在通过上海和江浙一块市场，形成块状布局完全连锁的地域平台上。2002年底，永乐还仅在上海拥有14家门店。面对激烈竞争，为巩固现有地位，永乐曾于2002年主导发起“中永通泰” 联盟，即与北京大中、河南通利、山东雅泰等家电流通企业达成“互不侵入对方领地”协议，同时结成采购联盟，共同对付竞争对手及家电生产企业。

第一回：黄光裕借壳上市国美称王(2)

从2003年起，永乐不断通过收购和重组涉足全国市场，在收购广州东泽电器，并与成都百货各出资50%成立合资公司后，2005年又击败国美、苏宁先后收购了闽灿坤（200512）部分资产、吞并厦门思文。而对河南通利的收购，则把当年其亲自主导的“联盟”解体。

尽管如此，至2004年，永乐给外界的印象仍是“地方家电连锁企业”——100多家门店，主要集中在长三角一带，仅上海的门店数就占了一半以上。为抵御国美、苏宁的攻势，永乐开始构建全国性大连锁企业的扩张步伐。“永乐就是沿着国美、苏宁过去的路在走。”上海永乐的一位负责人曾有过这样的说法。然而，比起国美、苏宁的全国扩张步伐，永乐却整整晚了5年多的时间。在前一轮的“跑马圈地”已初步完成的格局下，永乐只能依靠并购来获得发展，这和国美、苏宁的自建店面式扩张迥然不同。

随着国美、苏宁先后在2004年上市，规模处于劣势的永乐倍感压力。为加快上市步伐，陈晓不惜铤而走险。

（3）

为筹集境外“红筹上市”所需的“过桥资金”，在上市前，机构投资人摩根士丹利和鼎晖投资以总代价5，000万美元分别认购永乐亿股和5，万股，折合入市价每股港元，比以后的招股价港元折让约。

摩根士丹利是国际知名投资银行。鼎晖投资基金管理公司的前身是中国国际金融有限公司(CICC)的直接投资部，现独立分拆为投资机构。

两位机构投资人与永乐管理层签订了一份对赌协议，以永乐的未来盈利作为股权转让的指标——如果永乐2007年（可延至2008年或2009年）的净利润高于亿元人民币，外资股股东将向永乐管理层转让4，万股永乐股份；如果净利润相等或低于亿元，永乐管理层将向外资股股东转让4，万股；如果净利润不高于6亿元，永乐管理层将向外资

股股东转让多达9，万股，这相当于永乐上市后已发行股本总数（不计行使超额配股权）的约。

在“红筹上市”的案例中，对赌协议并不罕见。2004年蒙牛上市前，也曾与三名机构投资人摩根士丹利、鼎晖投资和英联投资签订过一份对赌协议，即蒙牛要在未来3年内年盈利复合增长率达到50%，否则蒙牛管理层就必须将所持的公司股权，即7，830万股转让给摩根士丹利等外资股东。所幸蒙牛2005年4月公布的年报优异，三名外资股东也因此提前结束了这份协议。

除了对赌协议的安排外，摩根士丹利和鼎晖投资还获得一项认股权利，可分别以相当于每股约港元的价格购入8，万股和1，万股永乐股份，比招股价港元折让％。

摩根士丹利和鼎晖投资已于永乐上市前悉数行使该项购股权。如不计及超额配股权，紧随上市后，永乐管理层等人持有永乐股份，摩根士丹利和鼎晖投资分别持有2 %及永乐股份，其他公众投资者持有余下的股份。

为阻止外资控制上市公司，永乐另外授出了两项购股权。其一是授予60名现任及前任高管、雇员和业务顾问一项管理奖励购股权，可以每股港元的行使价，自2004年9月14日起，20年内合共购入亿股永乐股份，相当于公司已发行总股本的。 此外，永乐纳入麾下的家电连锁企业河南通利掌门人王驾宇也获准可以每股港元价格自2005年7月4日20年内购入共计4，万股永乐股份，相当于公司已发行总股本的。

这两项购股权一旦行使，即使在超额配股权获行使的情况下，永乐人士及其盟友控制的股份也将超过55％，而摩根士丹利和鼎晖投资凭借分别持有的和股份，就算获得最高赔付股份及部分公众投资者股份，也不足以左右上市公司。

不仅如此，陈晓还坚持在上市前加上一条优先购股权，大意是：如果摩根士丹利和鼎晖投资有意出售股份超过永乐股份的5%，永乐管

理层将有优先权按待售价格购买该股份。而摩根士丹利和鼎晖投资并无对等权利。

第一回：黄光裕借壳上市国美称王(3)

如此煞费苦心，只为在上市前力保陈晓团队能绝对控股永乐。

2005年10月14日，中国永乐（）正式在香港上市，集资额约亿港元。摩根士丹利旗下的添惠和嘉诚亚洲担任联席保荐人。上市当日，恰逢恒生指数创下3个月低点，永乐却逆市上涨，最终以港元报收，高于招股价％，表现不俗。

此时，永乐已在6个省和3个直辖市开设了151家门店，仅次于国美、苏宁。1996年以600万元起家的上海永乐，终于变身为市值50亿港元的家电连锁零售巨头。

（4）

同样是上市，国美让黄光裕看到了金山，而永乐让陈晓看到的却是沼泽。尽管他在股权结构方面煞费苦心，但却无法扫除永乐在上市前已开始沉积的忧患。

一边是业绩增长乏力，一边是“对赌”日期逐日接近。永乐开始为提高盈利奋战。

2006年4月19日，永乐与北京大中签署协议，双方启动战略合作伙伴关系，并在年内通过股权置换的方式实现股权合并。

大中电器是由其董事长张大中一手创建的民营企业，总部设于北京，拥有约100家门店，在家电连锁零售业内排名第五，在北京优势明显。

根据永乐与大中签订的战略合作协议，永乐电器拟用一年时间完成收购北京大中，并向大中电器董事长张大中支付亿元的保证金。倘若张大中未能履行股权转让，则需向永乐方面支付人民币3亿元；若张大中在两年内将大中股权转让于其他人，张大中则须额外支付亿元，即向永乐方面支付亿元。

对于永乐来说，合并大中是“远水解不了近渴”。在外行看来轰轰烈烈的收购行动，并未挽回资本市场对永乐的信心。多家券商发出报

告调低永乐的投资评级，摩根士丹利的评级由“跑赢大市”降至“与大市同步”，高盛则由“买入”降至“中性”。花旗维持永乐沽售评级，但目标价下降6%。

2006年4月21日，永乐公告2005年年报显示：尽管营业额较2004年增长，但由于竞争加剧和网点增加的摊薄效应，每年每平方米门店的加权平均销售额，反而由2004年的40，472元下降至25，482元。

公告业绩后的首个交易日（4月24日），永乐股价暴跌。

业绩公布后，摩根士丹利迅速开始行动。4月25日，摩根士丹利和Retail Management（永乐管理层控制的公司）发布公告，以向机构配售的方式减持股份，配售价格港元，减持总数占已发行股份的。同时永乐管理层宣布行使两项购股权。

永乐管理层采用先配售减持股份，获得现金后，再行使购股权，低价购回股份，可见其能动用的现金有限，维持其控股地位已不易，根本无力去行使“对赌协议”中约定的“优先购股权”，眼睁睁看着摩根士丹利抛售。

完成交易后，摩根士丹利的持股量大幅下降至，套现约亿港元。永乐管理层持股量略有下降。股价再度暴跌。

（5）

在随后的一段时间里，摩根士丹利连续在二级市场抛售永乐，股价继续大幅下跌。而且，摩根士丹利小幅增持了国美的股份，对国美电器的持股增至。

摩根士丹利的举动无疑是对永乐的“背后一刀”。更可怕的是，摩根士丹利作为知名投资机构，其举动常常会引来市场“跟风”。永乐股价大幅下跌，也导致陈晓此前承诺收购大中的部分条件难以兑现。

大摩的套现抛售是资本逐利的本性决定的。在资本市场压力下，永乐挽救股市颓势、提高经营利润更迫在眉睫。

5月下旬，永乐剥离了7家亏损的非核心业务公司。6月初，永乐开始幅度为10%左右的裁员。此举无异饮鸩止渴——“优秀人才本来就匮

乏，一裁员，人员更是流失严重”。

永乐2005年上市后募集到12亿资金，其中有3亿多计划用来扩张开店。但资料显示，2005年底永乐全国店面为193家，到2006年3月底才缓慢增长到205家。“永乐现在根本不敢拿钱开店。由于管理跟不上，成本无法控制，开店稍不注意就会亏损。”有熟悉永乐的业内人士这样认为。

第一回：黄光裕借壳上市国美称王(4)

6月底，永乐公开承认：“当初与大摩签订协议时预测过于乐观。”

完不成业绩目标，与摩根士丹利签的对赌协议愈加逼近。除非奇迹出现，否则永乐管理层向财务投资者送股不可避免。摩根士丹利和鼎晖投资收到这9000多万股后，才能基本达到当初设定的投资回报目标，即3倍的回报。但对赌协议的执行要等到2007年年报公布，对摩根士丹利来说，一年多的等待是漫长的，而且这也不符合利益最大化原则，如果有更好的方式提升永乐股票的价值，何乐而不为呢?

（6）

摩根士丹利让陈晓进退两难，回天乏力，又怎能继续抵挡资本市场的血雨腥风?

黄光裕不失时机地出现了。对于国美来说，永乐巩固的大本营——上海周边市场，正是国美的软肋。

国美有意收购永乐的消息，早在2006年4月便传开。摩根士丹利等国际资本不遗余力的“撮合”，最终使国美与永乐坐在了谈判桌两侧。

国美的条件是苛刻的，永乐的态度是强硬的，谈判僵持中。

7月17日星期一，开盘5分钟的中国永乐突然宣布停牌。原因是国美趁前一周五收市之后，单方面宣布对永乐启动“要约收购”。国美的突袭，打得永乐措手不及。

这天，上海市评选出五位商业领军人物，获此殊荣的陈晓无暇也没心情出席颁奖典礼。

中国永乐停牌第2天，国美电器也紧随停牌。国美宣称：“可能向中国永乐提出自愿收购建议而可能引致合并”。

国美电器于最后交易日报收于港元/股，而中国永乐于最后报收于港元/股。

黄光裕提出“每3股中国永乐，换约1股国美电器”的收购建议，面对这样的条件，陈晓很生气，“人家要欺负我们了，而我们自己要争

气”，

18日下午，上海南汇永乐电器总部4层。面对着视频镜头，永乐电器全国各地的经理们高唱起国歌，一时群情激昂，副总裁束为当场落泪。“我们自己做，肯定做得好！”陈晓激情地表示，他又一次拒绝了国美电器的收购条件。

20日，正当陈晓准备发公告宣布谈判破裂时，黄光裕让步了，双方重回谈判桌。

国美方面同意了“换股”条件之外附加现金的收购方式，永乐每股换购股国美股份（即股永乐股份换购1股国美股份）及现金港元，总对价相当于永乐每股获得了港元。

激情不能超越理智。每股港元的价格，较永乐7月17日港元的收市价高9%，较其20个交易日的平均收市价高出；较其30个交易日的平均收市价高出。永乐方面最终接受了这个方案。

国美与永乐终于迎来了“幸福时刻”。2006年7月25日晚，在满场飘落的彩带中，黄光裕与陈晓共同翻开“国美加永乐等于无穷大”的看板，双方的合并在这一刻终于尘埃落定。

如果永乐全部股份被收购，此次交易总金额为亿港元，其中现金为亿港元。而合并后的集团股份分布，黄光裕则将持有，陈晓等永乐管理层共同持有的股份。而摩根士丹利持有的（占中国永乐已发行股本）股份将享受同样的换股比例和对价，相当于合并后新国美电器总股份的左右，加上摩根士丹利先前已持有的国美电器股份，摩根士丹利有相当的发言权。

黄光裕将出任合并公司董事长，陈晓将出任公司首席执行官。新董事会的构成将由两方共同选择合适人选，不会按股权构成，斤斤计较构成比例。

如果接受要约的永乐股份超过永乐总股本的90%，国美将实行大股东权利，强制要求永乐退市。

在合并引发的无限遐想中，两家公司的股价大幅飙升。7月26日，两公司复牌后，国美电器大幅飙升％，而此前一直低迷的中国永乐股价更一度大涨超过14％，达到港元，并在最终收盘时收获％的增幅。

第一回：黄光裕借壳上市国美称王(5)

国美与永乐合并后，双方年销售额将突破700亿元，如果再加上永乐之前操作收购的大中，三者门店总数将突破600家，年销售额超过800亿元，形成一个家电连锁“巨无霸”。其规模将为国内第二大家电连锁企业苏宁的3倍。

合并后的集团将推行“国美+永乐”的双品牌策略，采用错位经营，区别两品牌在同一地区的差异性。而且，合并前国美已经对进军海外市场有所准备，合并后这个机会更大，可能进展更快。

摩根士丹利无疑是“先知先觉”的。2006年8月14日，永乐公布2006年中期报告，业绩较2005年同期大幅下降89%，这给摩根士丹利4月份开始对永乐的抛售提供了注解，更为陈晓的委曲求全提供了解释。

(7)

著名投资银行花旗、美林报以掌声。美林证券认为，这项交易可令国美2007年每股盈利预测提升约7％，并将对国美的投资评级由“中性”调高至“买入”，目标价为港元。花旗更是给出了港元的目标价。

国美与永乐合并，无论从哪方面讲，对苏宁都不是好消息。7月25日晚，苏宁电器()发表对两家公司合并后的看法，认为家电连锁业将由三足鼎立的局势进入国美与苏宁双寡头时代，并宣布未来将把公司总部从南京迁到上海，形成南北对峙。

成功并购后的踌躇满志，欲“打造中国家电零售市场领导者”，公然宣布合并是大势所趋，下一个目标是苏宁。

苏宁认为：苏宁与国美在适用法规、经营模式、理念上截然不同，这决定了双方在基因上的相互排斥反应。在资本实力上，苏宁的净资产超过24亿元，大于国美；而苏宁180多亿元的市值甚至是国美永乐市值的总和。国美虽有并购的欲望却没有并购的资本。

由于苏宁电器的不合作，陈晓称“创造条件也要合并苏宁”，而黄光裕更是要“打到苏宁与国美合并为止”。对于国美的强硬态度，苏宁

总裁孙为民表示：“苏宁会血战到底”。

抛开法律和人事层面，单就并购方式来讲，黄光裕欲收购苏宁也难度巨大。收购苏宁若动用现金，则是一个天文数字，显然不行；若仍沿用“换股”方式，苏宁价值180多亿元的市值的股票换为国美电器股票，必然导致黄光裕在国美电器中的持股比例大幅稀释，控制力将遭到挑战，除非苏宁的市值大幅缩水。苏宁经营状况良好，大幅缩水难以出现，而苏宁的股东名单中也没有一个象摩根士丹利一样肯“帮忙”的人。

7月，苏宁迎来了一个好消息：国家开发银行和苏宁正式签署意向性协议，向苏宁提供规模为8亿元的首期贷款。未来5年内国开行还拟向苏宁提供总额度为96亿元的政策性贷款，还款期限为10—15年。得到政府的项目支持，孙为民更坚定了苏宁做大做强的信念，一脸刚毅对外宣称：不会因对手强大就放弃公司的使命。

此时的大中电器何去何从，其命运再次受到关注。张大中眼中的此永乐已非彼永乐。张大中和黄光裕一样，都是从北京起家，大中电器和在北京拥有73家门店，多处门店地理位置都与国美重复。大中电器若纳入国美体系中，旗下的门店去留皆成问题。

在此情形下，10月18日，大中电器向中国国际贸易促进委员会递交仲裁申请，要求解除当初与永乐签署的《战略合作协议》，并没收此前永乐支付给大中的亿元定金。针对大中公布的解约，永乐方面认为“理由不成立”。大中电器与永乐陷入了对协议条款“理解”的纠缠中。

市场开始盛传大中可能转而投奔百思买（BestBuy）。百思买是全球最大的家电连锁零售企业。一直觊觎中国巨大的家电消费市场。2006年，百思买选定上海为其在亚太区的公司总部所在地。并在5月12日，与总部位于南京的五星电器达成合资协议，百思买以亿美元的总投资控股五星电器，其中亿美元为新资本注入。

第一回：黄光裕借壳上市国美称王(6)

五星电器在江苏、安徽、河南、四川和山东等8个省份拥有136家店面，2005年的销售额为人民币146亿元，排名中国家电连锁业第四。百思买对五星电器的收购打响了百思买进军中国市场的第一枪。

“洋巨头”的加入，给中国的家电零售连锁业带来了巨大的震动，竞争格局更加“白热化”。未来中国家电连锁业的格局将演变为：国美+永乐、苏宁、百思买+五星。大中究竟加入哪个军团，拟或仍孤军奋战，将是张大中无法回避的艰难抉择。

（8）

接下来的故事再无悬念，国美收购永乐的程序在有条不紊地进行中。2006年9月18日，国美电器召开股东特别大会，出席股东全票通过了并购中国永乐权益议案。10月27日，中国商务部召开国美永乐合并案听证会，为国美并购永乐放出绿灯。

对于中国永乐来说，时间定格在2006年11月15日。这天下午，中国永乐的股票完成了最后一笔交易，收盘在港元。

从16日起，中国永乐的股票开始停牌。截至这一天，占永乐全部已发行股本的股份接受了国美的要约。根据香港上市规则，国美于2007年1月28日对剩余的股份(约合4，147万股)实施了强制性收购。国美建议从2007年1月31日起，中国永乐在香港联交所退市。

作为上市公司的中国永乐将永远消失在人们的视野中，今后的永乐仅作为国美的全资子公司运营。从2005年10月14日首日挂牌到停牌，它仅仅走过了1年零1个月。

11月22日，国美、永乐合并成功庆典峰会在北京隆重举行。持续了近5个月、耗资亿元的国内家电连锁业最大并购案终于尘埃落定。在100多位中外厂家、专家及300多位媒体记者的注目下，国美集团董事局主席黄光裕宣布，国美永乐正式合并成功，拥有900家门店的国内最大家电连锁集团——新国美集团正式成立。

黄光裕公布了新国美成立之后高管任职：黄光裕出任集团董事局主席，负责集团的战略投资；陈晓出任集团总裁，负责日常事务；其余高管实际上都是国美方面的原高管。

在此之前，永乐的高层也已任命完毕。4位国美人士进入永乐总部，分别执掌了总部副总经理、采销总监、财务总监、综合管理中心总监这四个重要岗位。与此同时，7位永乐人士调进国美总部，主要进入了客户服务、售后、门店、管理、财务、信息、采销等七大管理中心的下辖领域担任总监。

陈晓被外界戏称为“最孤独的总经理”。陈晓表示：“我的任期没有期限，如果能够达成企业的目标，我就一直在这个位置，达不成这个目标，我就应该下岗。”

陈晓立下军令状，描绘了新国美集团未来五年的发展规划。新国美集团将在未来五年的发展中保持平均40%以上的复合增长，争取到2010年销售规模达到2000亿，在中国国内市场的份额达到20%。同时在上游渠道建设方面，新国美集团将与国际一流家电生产企业结为深层次的战略合作伙伴关系。陈晓誓言，产业走向强盛和繁荣、提高整体利润水平、提高自主创新能力，是中国家电产业未来健康发展的使命。

进入2007年，国美电器的股价突然从6港元/股一线大幅上涨，到2月21日，股价冲击港元/股。正当市场对这突如其来的上涨纷纷猜测时，摩根士丹利于2月22日宣布，配售其持有的国美股票5760万股，每股售价高达港元，大笔套现亿港元。

摩根士丹利两次集中配售（2006年4月、2007年2月），套现合计亿港元。相对于当初与鼎晖投资共同投入永乐的5000万美金来说，利润率已超过300%。“对赌协议”宣告失效。

“紧箍咒”解除了，但陈晓被迫高位接下了5760万股中的1500万股。2月26日，陈晓再度从二级市场增持国美电器万股，每股均价港

元。两次购股合计花费近2亿港元，3个月前国美给的4亿元已用去一半。

第一回：黄光裕借壳上市国美称王(7)

摩根士丹利全身而退了，留下的是黄光裕与陈晓共同导演下国美电器。“今天的价值，造就明天的机会”，这是“要约收购书”中宣传语。借用此语，愿国美走得更好。

第二回：银泰系出世偷心宁波华联(1)

（1）

宁波华联（）手握募集资金，打造承载太多梦想的2号楼，却把公司推进了沼泽。

沈国军引领银泰系公司低调出场，52岁的王家兴辞去了宁波华联的全部职务，挂印而去。8年的上市公司职业经理为王家兴留下的只有遗憾。

2号楼奇迹般地起死回生，沈国军究竟有何魔力？宁波华联的百货业非但没有做强，却让沈国军偷走了“百货心”。

沈国军正欲打造战舰，境外“红筹上市”，不想突然遭遇“禁令”，一场“瞒天过海”的游戏慢慢拉开帷幕...

2005年12月19日，随着工人将最后一根钢梁准确调装到位，号称北京第一高楼的北京银泰中心中央主楼主体结构实现封顶。

北京银泰中心是中国银泰投资有限公司（以下称：中国银泰）联袂国际著名酒店领导者凯悦集团及全球著名投资机构美林集团，共同投资建设的大型综合建筑，位于建国门外大街2号，东三环国贸桥西南角，CBD中央商务区核心地带，与国贸遥相呼应。经国务院批准已连续四年被列为北京市六十项重大工程之一。北京银泰中心自2003年9月10日破土动工，占地面积31，305平方米，总建筑面积350，000平方米，中央主楼建成后高达米，成为目前北京已封顶建筑的第一高度。

中国银泰正是资本市场上风生水起的银泰系的核心公司，领军人物沈国军堪称资本市场大鳄。

沈国军，1986年毕业于中南财经大学。之后进入建设银行舟山市分行工作，曾任办公室副主任；1989年开始担任建行系统一个下属企业舟山市建设开发总公司的总经理，开始涉足地产。

1992年，建设银行总行募集40多家分行的资金设立了海南银泰置业股份有限公司（以下称：海南银泰），定位于实业投资和地产开

发，沈国军被派往海南银泰出任副总经理。在海南这所“富豪学校”里历经4年的磨砺，离开海南时的沈国军已经是要“做大事”的人了。

1997年，海南银泰联合中大环保投资(集团)有限公司、海南昊宇实业投资有限公司等五家股东出资设立中国银泰投资有限公司（以下称：中国银泰），注册资本1亿元。沈国军任董事长兼总裁。股东之中，民营为主体，除了海南银泰（持股20％）归属建行系统外，其他股东与建行无关。

中国银泰从此成为沈国军纵横资本市场的旗舰公司。

2002年，沈国军以其控股75%的北京国俊投资有限公司（以下称：北京国俊）出面收购了海南银泰持有的股份。中国银泰从此脱离了建设银行体系，随后，其他股东也先后退出。沈国军成功完成MBO（管理层收购），控股了中国银泰，而中国银泰的注册资本也从1亿增至3亿元。

宁波华联（），现在股票简称：银泰股份。公司前身是宁波市五金交电化工采购供应站，创建于五十年代，隶属于宁波市商业局。1989年6月组建企业集团，改名为宁波市五金交电化工(集团)公司。1992年7月，以宁波市五金交电化工(集团)公司为主体，与交通银行宁波分行、中国工商银行宁波市信托投资公司等6家共同发起，并定向募集股份，成立宁波华联集团股份有限公司。宁波市五金交电化工(集团)公司资产形成的股份定性为国家股，其他6家机构的股份定性为法人股。

在宁波市商业繁华地段东渡路，坐落着一座高22层、建筑面积37145平方米的大型建筑，这就是当时作为公司主要资产的华联大厦（1号楼）。而其他分散的商业网点3000多平方米，下属企业近20家。

这一年，44岁的王家兴先生出任公司的副董事长兼总经理，同时出任法人代表。同时，他还兼任宁波华联大厦的总经理。

1993年9月，宁波华联首次公开发行，发行价格元/股，募集资金亿元。10月25日，正式开始在上海证券交易所挂牌上市交易，当日以

元开盘，收盘至元。当时，公司总股本9600万元，其中:国家股2524万元，占总股本的。

第二回：银泰系出世偷心宁波华联(2)

1994年10月，公司实施了配股方案，即10配3股。

公司1993年首次发行与1994年配股先后筹集资金亿元，根据招股说明书，将主要用于建设宁波华联2号楼。该工程位于宁波市华联大厦（1号楼）的西侧，占地面积15800平方米，建筑总面积约11万元平方米，总投资约亿元。华联二号楼的功能为商品购物中心、文化娱乐中心、饮食服务中心和写字楼等。工程预计1996年底前竣工，建成后将与现在的华联大厦连为一体，形成华联商城。

随后，宁波华联在北京、深圳等地开设了分支机构，同时还向房地产、旅游汽车出租等行业拓展。在上市后的1993年、1994年、1995年的3份年度报告中，宁波华联交了一份马马虎虎的成绩单，每股收益分别为元、元、元。

1996年，公司主营业务增长乏力，业绩急转直下，每股收益降至元。这一年，王家兴先生职务前的“副”字被抹掉，出任公司的董事长兼总经理，同时担任法人代表。这一年恰是王家兴的本命年，职位的问顶，并未给他职业生涯带来辉煌。

1997年，公司经营继续恶化，每股收益仅元。而恰在此时，屋漏偏逢连阴雨，当初预计全面竣工的华联2号楼却患了“资金饥渴症”，投资远超出预算，公司四处筹款，项目迟迟不能竣工。

1998年底华联2号楼终于全面建成，可累计投资额6．83亿元，几乎超出预算一倍。大楼建成后，投资者以为就此可以松口气了，然而市场形势与1993年比已大相径庭，尤其是2号楼的写字楼部分，空置率一直居高不下。2号楼的投入使用，不但未使公司获得理想收益，反而为公司带来较重的负担。大楼的使用摊销费用和应计利息等项支出急剧增加，吞噬着公司本就捉襟见肘的利润。当年招股书中描绘的仅此项目“可新增利润约3750万元”，如今成了泡影。1998年，公司出现了

上市后的首次亏损，仅华联2号楼的利息、水电等项支出就比97年增加2076万元，这也是98年出现亏损的主要原因之一。

1999年宁波华联经营更加困难，各项费用支出大幅度增加，仅华联2号楼的财务费用一项就增支3166．45万元。为扭转局面，宁波华联实施了实施了规模空前的“甩包袱”行动。公司大幅计提资产减值准备，仅此一项就达亿元（其中华联2号楼约计提1．1亿元的准备）。同时从10月开始，对附属的9家企业实施关停或改制措施，从住宿饮食等非主营行业中退出。1999年度宁波华联巨额亏损，每股收益创纪录地达到元/股。

“甩包袱”行动的实施，正在暗示一个重要的时刻就要到来了。

（2）

二级市场上，宁波华联的股价在1996年牛市中曾摸高至元，在1997年败像显露，大盘在喜迎香港回归中屡创新高，宁波华联却从元快速下跌，之后的3年一直在6-9元区间震荡。连续3年的沉寂了让投资者逐渐遗忘了宁波华联，即使在1999年的“519”行情中，宁波华联表现也平平。2000年1月28日，兔年的最后一个交易日，这一天宁波华联最低跌至元。

历史注定，宁波华联是不会寂寞的，一个资本大颚在股海中寻觅猎物，最后把他的眼光锁定了宁波华联。

2月14日，龙年第一个交易日，宁波华联跳空高开，收盘至涨停，接下来的两天连续涨停报收。宁波华联要“龙抬头”了。接下来，坊间开始传闻，宁波华联要实施重组了。

4月12日，公告1999年巨额亏损后，上海证券交易所对宁波华联股票交易实行特别处理，股票简称改为“ST甬华联”。 股票报价的日涨跌限制由10％恢复为5％。

戴帽“ST”并不能阻止重组的步伐。5月22日，消息被证实了，中国银泰与宁波市国有资产管理局草签协议，收购宁波华联的国家股万

股（占总股份的21．41％）。6月16日，双方签署正式协议，而到8月22日，收购协议已获财政部批准了。

第二回：银泰系出世偷心宁波华联(3)

收购过程出奇顺利，几乎是一路绿灯，其间仅仅是根据财政部的意见，把协议中原定的元/股的价格提高至元/股，合计4308万元，其他再无波折。

资本大颚沈国军的首次登场多少显得有些平淡，没有峰回路转的曲折过程，然而这以后的故事将弥补这一缺憾。

2000年10月24日，宁波华联召开临时股东大会，董事会名额由11人缩减为7人，以沈国军为首的4名银泰系人士顺利进入董事会，沈国军正式出任董事长。

这一天，52岁的王家兴辞去了宁波华联的全部职务，挂印而去。8年的上市公司董事长生涯留给他的回忆并不美好。而在他身后的是已经亏损2年半风雨飘摇的公司。

这年，沈国军38岁。

2000年8月5日，宁波华联公布中期报告，每股净资产仅元，中期亏损元。根据中国证监会发布的《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》，凡属连续三年亏损的公司证交所将暂停其上市。沈国军上任后，最棘手的事就是在年底前如何实现公司扭亏。

从该股的走势上看，股价由年初上涨到最高点，股价实现翻番，随后该股小幅调整后，在以10元为中轴的箱体内整理时间达三个月。投资者在等待。

2001年4月11日，结果揭晓，宁波华联2000年度实现净利润万元，涉险过关。细细分析，不难发现，公司2000年主营业务收入仍在继续萎缩，较上年降低%，实现毛利仅万元。而公司三费仍然较高，致使营业利润亏损难改。扭亏的关键在于非经常性损益的支持，其中处置不动产收益就高达万元，为当年利润总额的倍；拆迁赔偿收益 万元。而投资收益也较上年增加万元，对当年利润的贡献也不可小视。

更幸运的是， 2000年12月，中国进出口银行诉宁波华联为宁波天地集团向原告贷款提供担保承担连带责任一案，法院作出终审判决，驳回原告上述诉讼请求。而宁波华联在1999年对此事项计提了资产减值准备，现在却解除了担保责任，仅此一项为公司冲回资产2，360万元。这无疑是天上掉下来的馅饼。

2001年4月17日，公司摘掉“st ”，撤销特别处理，股票简称恢复为“宁波华联”，股票报价的日涨跌限制由5％恢复为10％。

（3）

2002年11月26日，这一天起，宁波华联的股票简称更改为“银泰股份”。

在这一年的年末，公司先后斥资从中国银泰手中收购了北京银泰置地房地产开发有限公司（原名为：北京国中汽车大厦）30%的股权和银泰雍和房地产公司20%的股权。这是银泰股份业务重组的关键一步。虽然在上述两家公司中，银泰股份均属参股地位，但收购本身标志着银泰股份将逐步转向地产业。

2003年度，收购的两家公司并未产生较大收益。倒是收购行动本身，让沈国军从上市公司套取了大量现金，当初收购国家股支付的4308万元早已收回。

2001、2002、2003年度，是宁波华联风平浪静的三年，在银泰入主前就一直从事的零售业和外贸仍占据主营业务利润的约90%。经过几年的励精图治，在2003年结束的时候，宁波华联终于把1999年“甩包袱”中形成的巨额未分配利润负数填平，也就是说，公司恢复分红能力了。

2004年度，一个变化悄悄发生了。零售业和外贸仍占据主营业务利润的比例滑落到75%以下，而房地产业收入异军突起，占据主营业务利润的14%。

造成这一重大改变的原因是“华联2号楼”写字楼项目对外销售万平方米，占该项目可销面积的，实现销售收入亿元，净利润万元。随着

销售的实现，转回1999年计提存货跌价准备万元。仅此两项，为上市公司增加利润近6000万。

这离华联2号楼竣工的日子已经过去5年多，离1993年上市募集资金筹建华联2号楼、许诺良好投资回报的日子已经过去10年。

第二回：银泰系出世偷心宁波华联(4)

同时，北京银泰置地开发的位于北京市朝阳区三里屯的商住楼“泰悦豪庭”实现销售，为银泰股份锦上添花，贡献投资收益2333万元。公司业绩也达到了上市以来的最好水平，每股收益元。

这一年，宁波华联的投资人拿到了久违了10年的现金红利，每10股派1元。这离王家兴挂印而去的日子也过去了4年，他没有能等到这一天。

中国银泰收购宁波华联后，市场期待沈国军能注入优质的百货零售业资产，然而大规模资产重组一直未出现，倒是“华联2号楼”这个雪藏的“宝贝”发光了。

那么，沈国军到底有没有优质的百货零售业资产呢?

（4）

银泰系的百货业以浙江银泰百货有限公司（以下称：“浙江银泰”）为旗舰公司，该公司成立于1997年8月。这一年，浙江银泰投资4亿元在杭州的武林门商圈买地建大厦，将裙楼部分辟出开百货店。这家于1998年开业的百货店就是后来支撑着银泰系百货业大部分销售业绩的“杭州武林店”。

杭州武林店开业后，沈国军聘请了一位来自太平洋百货的台湾经理，但不久就“散伙”。随后，来自竞争对手杭州大厦的职业经理人厉玲加盟银泰。当时，厉玲由于将杭州大厦的百货业绩做到全杭州第一，也是全国赢利最高的商场，已经小有名气。

在厉玲的引领下，杭州武林店将目标顾客锁定年轻人、新型家庭成员，以时尚流行的风格来与周围百货店错位。杭州武林店从名不见经传到迅速崛起于杭州繁华的武林门广场商圈，甚至超过一直引领风潮的杭州百货大楼。

厉玲于2004年激流勇退，离开银泰。而截止她离开前的2003年底，杭州武林店的销售收入突破10亿元，达到亿（资料引自银泰系子

公司2007年在香港上市时的《招股说明书》）。

在一本畅销书《杭州美女地图》中，杭州武林店被列为最容易碰到美女的地点之一。在杭州人眼里，杭州银泰百货不仅是一家百货店，它还是年轻人相约跳街舞的定点场所，很多年轻女孩捕捉时尚信息、男孩子回忆初次约会的神圣领地。

遗憾的是，除了杭州武林店，银泰系的百货产业并非像沈国军后来描述的那样美好。2005年之前，银泰在全国投资了多个百货店，皆以草草收场告终。

1998年11月26日开业的沈阳银泰百货，座落于沈城商业闹市——皇姑区长江街，投资3亿元，营业面积近5万平方米，是集百货、量贩店超市、餐饮、娱乐于一体的现代化大型购物及服务中心。到了2002年，因经营惨淡被停业，后被北京百盛收归旗下。

2002年，看着日益成长的杭州武林，银泰开始为自己的管理模式“陶醉”。这年9月，浙江银泰宣布以输出管理模式的方法接管了经营不善杭州利星购物广场。可是所谓的输出管理并非灵丹妙药，到了2004年9月，浙江银泰悄然退出。

2002年，沈国军起用了另一位经理人太平洋百货前老总朱海翔，与厉玲固守浙江风格不同的是，朱海翔要全国扩张。在他的主张下，银泰走向大连和重庆。

自2003年10月20日开业的银泰百货大连店在大连发展的也不理想，在开业8个月后就进行了所谓“脱胎换骨”的全面调整。经过数月闭店后，于当年的12月18日重新开业。不过，调整之后的银泰百货仍未达到理想状态，日均十余万的销售额入不敷出。2005年2月，银泰百货将其持有的大连银泰百货有限公司60%的权益，卖给了大商股份(600694)。“银泰百货全场腾空清仓告别大连” 的促销宣传搅得满城沸沸扬扬。

重庆银泰云鼎百货于2003年12月开业，由中国银泰与重庆恒通云鼎房产公司共同投资开办。重庆银泰虽然地处重庆最繁华的解放碑商

圈，但地段不佳、人气不旺是自开业以后一直困扰的问题。近年来，解放碑周边大型百货卖场越开越多，竞争越来越激烈。到了2006年8月，索性清盘，改行做娱乐休闲广场了。

第二回：银泰系出世偷心宁波华联(5)

朱海翔时运不济，沈国军对其业绩不满。双方合作于2003年底终止。

送走两位经理人后，沈国军大胆起用了一个当时行业内还相当陌生的人物周明海进入了银泰系，这位杭州波导、普天首信的原高层是个管理学博士，先前从事的通讯产业似乎与百货相去甚远。

周明海加盟后，开始寻求国际资本支持，要把银泰的百货业推上一个更高的台阶。

银泰的百货业务“冰火两重天”，仅杭州武林店一枝独秀，尽管如此，沈国军凭借其在地产行业的实力，于2005年登上“胡润百富榜”，名列第66位。

（5）

从2003年，坊间便流传美国最大的私募投资基金——华平基金（Warburg Pincus Funds）将以9，000万美金投资浙江银泰，传闻一直持续一年多。直到2005年9月，这一说法终于有了下文。2005年10月，根据中国商务部批复，浙江银泰变更为中外合资企业，BVI(英属维京群岛)公司北山控股有限公司（以下简称：北山控股）以人民币1亿元增资，折合持股40%。浙江银泰资本金由1亿元人民币增加到2亿元人民币，银泰系公司合计持有60%。

北山控股是华平基金的全资子公司，将以收购股权、增资、可换股债券等方式先后累计向银泰系公司注资8600万美金（亿港币）。华平基金在谈判中已经明确指出，“浙江银泰的产业必须非常单一，集中在百货业。”

2005年11月16日，杭州武林店单日实现销售收入人民币8200万元，从而创造了全国单一百货店单日最高销售纪录。

有了华平基金的资金支持，银泰系公司于2005年4月潜入武汉，6个月后打响了鄂武商（）收购战的第一枪。而9月份银泰系对百大集团

的收购战已经拉开。欲知战事详情，请参看本书《第14回 沈国军杭州城下陈兵布阵，银泰系请外援苦战西子联合》和《第15回 银泰西征鄂武商蜜月短暂，伙伴反目国资委反戈一击》。

“我们进行的是市场化并购”，沈国军称。

“资金不是问题。”浙江银泰总裁周明海称，“全流通给我们提供了绝好的机会。”

沈国军认为，在未来的两到三年，国际百货巨头就会纷纷进入中国，届时百货行业的竞争更加激烈。“留给国内百货企业的机会也只有三到五年时间。”沈国军要把银泰系的百货业打造成为国内百货业的佼佼者，这是他的理想，也是华平基金入股的要求。

自从“华联2号楼”发光后，已更名为银泰股份的老宁波华联开始向房地产业转型。

2004年6月，公司出资4，万元与宁波城建投资控股有限公司等中外企业合资组建宁波钱湖国际会议中心开发有限公司。该公司以亿元的总价款拍得度假区内酒店用地万平方米，住宅用地万平方米。

2005年，公司计划启动宁波华联3号地块的开发计划。该地块正处在华联2号楼旁，1993年取得土地使用权。建筑功能为综合办公楼，占地面积3311平方米，建筑面积万平方米，其中地上面积万平方米，总投入额约亿元。公司早在上市之初就深谋远虑取得了该地块，可惜华联2号楼的曲折经历致使3号地块一直沉睡，一睡就睡了12年。

老宁波华联的零售业资产怎么处理，沈国军“山人自有妙计”。

2005年1月，银泰百货有限公司在上海注册成立（以下称：上海银泰）。

3个月后，上海银泰以约1800万元代价从宁波华联（银泰股份）手中收购部分固定资产，并向宁波城建投资控股有限公司承租部分物业，于是建筑面积达万平方米，被银泰系内部称为“宁波一号店”的百货商场正式开业了。

2005年11月，宁波华联（银泰股份）将部分商业用房合计建筑面积万平方米，以20年为期、期内年最低保底租金2600万元的价格出租给上海银泰。于是被银泰系内部称为“宁波二号店”的百货商场正式开业了。

第二回：银泰系出世偷心宁波华联(6)

宁波华联（银泰股份）退出了除家用电器外的零售百货经营领域。这一年，零售业和外贸在主营业务利润中的比例不足20%。

至此，原宁波华联的零售业务（除家用电器外）全部实现了“私有化”，退出了上市公司。这些零售业务将会被注入银泰系的零售业平台公司中，实现沈国军的零售业产业整合梦想。

2006年的前9个月中，“宁波一号店”与“宁波二号店”合计实现收入（含销售收入与租金收入）人民币亿。

银泰股份淡出了零售业，转向了商业地产。而此时恰恰是中国中央政府调控地产业的开始。银泰股份是否能一路走好，留给时间去评说。

（6）

正当沈国军按照华平基金的要求，准备以“红筹方式”去香港联交所上市时，中国国家外汇管理局2005年1月24日突然发出一道《关于完善外资并购外汇管理有关问题的通知》，该通知被投资银行人士称为“红筹禁令”。

“红筹禁令”规定：“对于境内居民通过境外企业并购境内企业设立的外商投资企业，各分局、外汇管理部应将其外汇登记申请上报总局（指国家外汇管理局，作者注）批准。”

国家外汇管理局出台此项法规，本意是防止境内资本通过“灰色渠道”外逃，不想却打击了“红筹上市”。还处于设立境外“壳公司”阶段的沈国军遇阻。

等着去国家外汇管理局审批，鉴于政策并不明朗，不知要何年何月。华平基金协同境外投资银行、律师为沈国军“支招”，一个“瞒天过海”计划出炉。

2005年3月8日，华平基金在BVI（英属维京群岛）注册成立全资附属公司三江控股有限公司（以下称：三江控股）。7月18日，三江控

股签署协议，以合计人民币1亿元的代价向中国银泰和北京国俊收购上海银泰的全部股权。收购完成后，上海银泰成为三江控股全资拥有的外商独资企业。

由于华平基金是完全的“外资血统”，此项收购不受“红筹禁令”的约束。

照此思路，2005年10月25日，北山控股、中国银泰和北京国俊签署协议，北山控股以人民币亿元向中国银泰收购其持有的浙江银泰54%股权，以人民币亿元向北京国俊收购其持有的浙江银泰6%股权。收购完成后，浙江银泰成为北山控股全资拥有的外商独资企业。

虽然股权全部出让，但根据协议，沈国军仍保留上海银泰和浙江银泰的控制权，且在上市无法完成时，华平基金将股权退回原状。

由于控制权连续，根据《香港会计指引第5号》，上海银泰和浙江银泰的历史业绩可以被合并计入未来的香港上市公司中。

待上海银泰和浙江银泰取得外商独资企业身份后，沈国军等创业股东可以在境外在北山控股和三江控股身上拿回控股权，这只需要遵守BVI（英属维京群岛）法律即可，中国法律已失去了管辖权。

这一系列安排可谓机关算尽，不可谓不高也。

然而，更戏剧性的一幕发生了。国家外汇管理局的法规意外地成为“红筹禁令”后，欲境外上市的企业和境外中介机构呼声甚高。国家外汇管理局“投鼠忌器”，很快完善了这一法规。

国家外汇管理局《关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》于2005年10月21日出台，并于11月1日开始执行。同时，2005年1月24日的文件宣布废止。

新法规将“红筹上市”中的境外“壳公司”称为：“特殊目的公司”，设立“特殊目的公司”仅需要到企业所在地的外汇管理局登记审批即可，手续并不繁琐。

沈国军进展了一半的“瞒天过海”计划忽然变得多余，走“官方途径”也能达到预期效果。但事已至此，只有继续完成了，还在剩下的事

情并不复杂了。

2006年11月8日，银泰百货（集团）有限公司（以下称：银泰百货集团）在开曼群岛注册成立。经过一系列的股权变化，上海银泰和浙江银泰成为银泰百货集团全资附属公司。

第二回：银泰系出世偷心宁波华联(7)

同时，沈国军在境外恢复了对银泰百货集团的控股权。此番重组，华平基金的旗下公司获得银泰百货集团35%的股权（在上市前）。

银泰百货集团凭借上海银泰和浙江银泰的历史业绩，在香港联交所申请上市。

2007年3月7日，银泰百货集团刊登《招股说明书》，保荐人为国际知名投资银行摩根士丹利。此次发行亿股，占银泰百货集团发行后总股本的25%。

香港投资者投入极大热情认购，在香港公开发售部分的超额认购达倍。股票以公开询价的上限发行，每股价格港元，合计募集资金2###5港元。

2007年3月20日，银泰百货集团正式在香港联交所挂牌交易，代码。上市首日，股价以港元高开，报收于港元，较发行价上涨。

第三回：沈国军杭州城下陈兵布阵(1)

（1）

卧榻之旁，岂容他人安睡 剑拔弩张，谁能笑傲武林

百大集团（）这家和银泰百货武林店一街之隔邻居，多年来相安无事。日益壮大的银泰，卧榻之旁岂容他人安睡，美国华平基金的入股更给银泰注入了一剂兴奋剂。

银泰在二级市场频频举牌百大集团，意欲促使杭州国资签订城下之盟，而杭州国资却一心要把百大集团嫁给西子联合。

沈国军分兵两路，“围点打援”，法人股、流通股双管齐下，步步进逼。

银泰绝不放手，西子联合血拼到底，最终决战于“股权分置改革”，究竟鹿死谁手？……

在杭州市中心，繁华的武林门广场商圈东南侧，杭州百货大楼扼守延安路、体育场路路口，总营业面积万平方米，集百货、餐饮、娱乐于一体。颇有引领延安路商业风潮之气势，位置显得得天独厚。而杭州百货大楼正是上市公司百大集团（（）的主要资产。

百大集团（），全称：百大集团股份有限公司，下属百货业、酒店业、旅游业、进出口贸易等，是一家综合性的集团公司。公司成立于1989年，1992 年9月进行股份制改造，1994 年8 月在上海证券交易所挂牌交易。

一条不到10米宽的耶稣堂弄，将浙江银泰的杭州武林店与百大集团的杭州百货大楼牵到一起。两家商场比邻而居，进进出出的顾客穿梭于两家商场在耶稣堂弄上的旁门。

以前杭州百货大楼在武林门商圈是一枝独秀，但最近几年开始落后于银泰的杭州武林店。百大集团董秘何美云也曾感叹：“银泰的商场更加时尚。”

资料显示，2005年百大集团的主营业务收入为13亿，而于银泰的杭州武林店全年的业绩近亿。

浙江银泰，这个后来居上的邻居，不再满足与百大集团相安无事的和平竞争，在自己逐渐强壮以后，开始对邻居虎视眈眈。2005年，它终于张开了吞并的大口。

早在2004年，当杭州控股有意转让持有的百大集团控股权的消息传出后，向政府递上收购意见报告书的不仅有浙江银泰，还有十多家公司，甚至不乏财大气粗的大型国有企业，一时间作为卖方的杭州控股处在买家们的包围之中。在这十多家公司中，西子联合控股有限公司（以下简称：西子联合）也是其中的一家。当时并不被关注的西子联合，不想日后竟成了与银泰系力拼到底的对手。

西子联合是杭州本地一家大型民营企业集团，在公司实际控制人王水福的带领下，经过20多年的发展，现已成为以电（扶）梯、锅炉、立体车库、电梯配件等为主业，并涉足房地产、金融证券、风险投资等领域的大型企业集团。

西子联合的产业不可小瞧，主要下属公司2005年度盈利超过7亿元（未审计）。旗下有中国最大的自动扶梯制造企业、全国第二大电梯制造企业和中国第一批获发A级锅炉生产许可证的制造企业。

2005年10月，杭州控股向浙江的几家有意向公司正式发出国家股转让《征询函》，此次转让股权的标准简单而清晰——在价格优先、一次性付款优先、在杭州市再投资产业项目优先等原则下，综合考虑对杭州市的经济贡献，择优选择投资者。

从2005年10月开始，王水福开始与少数几位高层组成了收购小组，并小范围研究收购百大集团的方案。西子联合提出以高于百大集团每股净资产77％的价格，即每股元的价格收购杭州控股持有的8073万股百大集团股权，并且愿意支付股改对价，这样的报价在几家竞争者中有一定优势。西子联合同时承诺收购百大集团后，不更换百大集

团的管理层。这一承诺无疑拉进了百大集团管理层与西子联合的距离，西子联合占尽了“人和”。

国家股的归属完全取决于政府的态度，并购各方都剑拔弩张。

第三回：沈国军杭州城下陈兵布阵(2)

西子联合没有任何资本市场的运作经验，银泰系在资本市场的并购游刃有余。但是，在德隆系、格林科尔系甚至出现在浙江本身的金信系、飞天系等突然崩塌后，政府对于善于资本运作的银泰系更加谨慎。

政府的天平开始向西子联合倾斜。银泰系感到了压力，然而沈国军不会就此认输。

（2）

在计划经济的年代，百大集团分散的股权结构并无大碍，毕竟，我们是提倡和平竞赛，反对“大鱼吃小鱼”式的收购兼并的。然而，随着市场经济的逐步建立和证券法规的逐步完善，和平被刺破了。

经过了周密部署后，银泰系开始实施“围点打援”式的恶意并购计划。

2005年9月，收购战打响第一枪。担任此次收购急先锋的是银泰系下属公司杭州银泰奥特莱斯商业发展有限公司（以下简称：奥特莱斯）。

2005年9月15日，奥特莱斯与杭州西湖农业投资公司签署《股权转让协议》，收购其持有的百大集团股份。在此之后的2个月中，奥特莱斯先后10次与百大集团法人股持有单位签署协议，受让百大集团法人股。截至2005年11月底，奥特莱斯合计持有百大集团法人股10，967，862股（当时部分股份尚未过户），占总股本的。转让总价款为3331万元，每股平均价格为元。

而在二级市场流通股方面，另一支部队齐头并进。担任收购重任的正是刚刚完成增资的浙江银泰。浙江银泰于2005年10月开始，在二级市场上开始悄悄吸纳百大集团的股票。截至2005年12月2日前，浙江银泰持有百大集团流通股1265万股，占总股本的。买入上述股份的价格区间为元～元。

法人股与流通股合计，银泰系持有百大集团总股本的。

2005年12月3日，银泰系的上述收购触发了信息披露义务，银泰系公告了《股东持股变动报告书》。

一纸《股东持股变动报告书》把银泰系推到了明处。收购的最高目的无非是逼杭州控股与银泰系签订城下之盟。

“这一次我们遇到了师傅。”直到2005年底，西子联合都谦虚地称银泰系是自己资本市场的师傅。银泰系收购速度之快超出了西子联合的想象。

“我们当初没有料想到银泰百货会这样在二级市场上大量吃进百大集团。” 西子联合对不断从二级市场上收集筹码的银泰系有点措手不及：“当初我们在论证报告中虽然也料想到会有这样的对手出现，但是现在这个对手不但有百货经营的经验，还是一个资本市场的老手。”

在2005年12月3日的首次举牌后，银泰系的收购步伐开始加快。

2005年12月8日，银泰系发布持股增加报告，截至12月5日，银泰系首次举牌所述的法人股完成了过户。

2005年12月13日，银泰系发布持股增加报告，截至12月9日，银泰系增持流通股，持股总比例由刷新至（其中流通股）。

2005年12月20日，银泰系发布持股增加报告，截至12月16日，银泰系增持流通股，持股总比例刷新至（其中流通股）。

2005年12月31日，银泰系发布《股东持股变动报告书》，截至12月29日，银泰系增持流通股2. 3%，持股总比例刷新至1###%（其中流通股）。

2006年2月6日，银泰系发布持股增加报告，截至2005年1月24日，银泰系增持流通股2. 01%，持股总比例刷新至（其中流通股）。

2006年2月24日，银泰系发布持股增加报告，截至2月23日，银泰系增持流通股2. 76%，持股总比例刷新至（其中流通股）。

2006年3月1日，银泰系发布《股东持股变动报告书》，截至2月28日，银泰系增持流通股，持股总比例刷新至（其中流通股）。

第三回：沈国军杭州城下陈兵布阵(3)

“其实，双方一直相互侦探对方的底牌。”眼见银泰系疯狂收集流通筹码，西子联合无法再沉默了。

（3）

增持股份的同时，银泰系向百大集团的第一大股东杭州控股提交了《关于百大集团国家股回购的函》，函中提出由百大集团出资亿元回购杭州控股拥有的股权，平均每股收购价格为元左右，高于西子联合的股权收购价。同时还特别强调：“第一大股东的股权转让，是上市公司一件特别重大的事项，一定要各方面事先做好沟通和安排，绝对不能影响股改进程，两个主要股东之间一定要做好沟通工作，否则公司的治理将会陷入僵局，不利于上市公司的健康发展。”

沈国军此举无疑是欲将国家股回购注销，化为乌有，国家股转让也就无从谈起了。

浙江银泰总裁周明海更清楚地表达了收购百大集团的目的。他说，入主百大后，银泰将在两大商场之间建“过街楼”，实现真正联合，营业面积也将扩大到近8万平方米。两大商场定位更清晰，各自的优势也将得以加强，届时商场的年销售额可达40多亿元，年利润可达3亿多元，将一举成为国内百货业的“巨无霸”，甚至跻身亚洲前10名。

但是沈国军的计划落空了。

西子联合加快了与政府的谈判进程，让银泰系在收购国家股的战斗中彻底出局。

2006年3月6日，西子联合的面纱终于揭掉了。这一天，西子联合与杭州控股签署了国家股的《股份转让协议》。

根据协议，杭州控股将向西子联合转让其持有的百大集团国家股70，123，643股，占本公司总股本的26%，转让价格为亿元。转让完成后，西子联合一跃成为百大集团的第一大股东，而杭州控股仍将持有的国家股。

由于触发信息披露义务，西子联合于3月6日同时签署了《收购报告书》，并于3月8日予以公告《收购报告书摘要》。

虽然上述《股份转让协议》还需获得审批后才能生效，但由于西子联合已做了充分的准备工作，通过审批仅是时间问题。

杭州市政府最终选择了西子联合，无疑也将股权争夺战的阴影加在了百大集团头上。局势到此，银泰系与西子联合都不会选择退让，双方均走向台前，股权争夺战进入白热化。

2006年3月8日，这是西子联合公告《收购报告书》的日子，银泰系以增持股份给后来居上的西子联合一份“贺礼”。

根据银泰系2006年3月9日发布的持股增加报告，3月8日这一天，银泰系增持流通股，持股总比例刷新至（其中流通股）。

2006年3月22日，银泰系发布持股增加报告，截至3月21日，银泰系增持流通股，持股总比例刷新至（其中流通股）。

2006年4月27日，银泰系发布持股增加报告，截至2006年4月25日，法人股收购战场传来战报，奥特莱斯与4名法人股股东签署了股权转让协议，增持法人股，使其持有法人股的比例由刷新至。流通股收购战场，银泰系旗下的武汉银泰也来助战，武汉银泰与浙江银泰合力增持流通股。至此，银泰系持股总比例刷新至22%（其中流通股）。

武汉银泰是何出身，在下文中将有介绍，这家公司是另一场战役的重要角色。

至此，银泰系3次发布《股东持股变动报告书》，8次发布持股增加报告，共历经11次举牌，耗资约亿，换来了百大集团第二大股东地位。

百大集团的股票在2000年牛市中曾摸高至元，随后便开始长达5年的阴跌。至2005年6月，股价跌至谷底，最低下探元。此后，成交量开始温和放大，股价缓慢回升。到2005年10月，银泰系开始公开进场的时候，股价已站在4元以上。

银泰系的收购在二级市场上掀起巨浪。伴随银泰系的数次举牌，百大集团股价一路飙升，至2006年6月，股价摸高至10元。

第三回：沈国军杭州城下陈兵布阵(4)

股价的一路飙升增加了西子联合在二级市场实施控股权保卫战的难度。此间也有业内人士向王水福建议，在二级市场增持流通股，与银泰系力拼，但高企的股价让王水福犹豫。

（4）

2005年开始实施的股权分置改革，改变了中国内地证券市场的格局。股权分置改革即非流通股股东向流通股支付对价，以获取自己手中持有的股票的流通权。对价的支付方式通常有：支付股票、支付现金、向上市公司注入优质资产等。股权分置改革通常被简称为：股改。

按中国证监会的规定，“先改革，先受益”，即完成改革的公司才可以再融资，而且一个地区完成改革的公司数量不达到全国领先水平，暂不允许该地区新公司发行上市。因此，各地方政府为发展本地区经济，层层施压，力推上市公司改革。

浙江省政府已经在不断催促百大集团拿出改革方案。股权分置改革，是非流通股股东与流通股股东之间的谈判博弈。具体到百大集团，就是西子联合（最大的非流通股股东）与银泰系（最大的流通股股东）的对决。

“股改的方式有很多种，别把目光盯在送股那么没有技术含量的方式上。”西子联合高层人士表示，“西子联合的收购报告并没有说关联公司甚至同盟公司不进一步持有百大集团”。

“股改对价如果达不到我们的要求，我们肯定投反对票。”银泰系针锋相对，毫不示弱。

百大集团董事会秘书何美云表示：希望两家公司能够从百大集团的发展大局出发，冷静处事，以和为贵，友好相处，尽可能通过相互协商而得到一个合理解决方法。一旦百大集团的股改受挫，将是各方都不愿意看到的结局。

2006年3月1日上午，西子集团和银泰系高层坐到了一起。此次谈判，无果而终。

2006年3月21日，浙江银泰要求改选或增加董事的议案未获百大集团董事会通过。2006年4月26日，银泰系提出的《关于修改百大集团股份有限公司章程的议案》再次遭到百大集团股东大会否决。

而西子集团受让国家股的审批进程进展顺利。2006年6月13日，国家股协议转让事宜已获浙江省人民政府批复同意，并上报国务院国资委作最后审批。2006年8月17日，西子联合拿到了受让国家股的全部审批文件，正式发布《收购报告书》，持股比例26%。

银泰系也并不示弱。

2006年6月30日，银泰系发布第12次举牌公告，持股比例刷新至（其中流通股）。

2006年8月10日，银泰系发布第13次举牌公告，持股比例刷新至（其中流通股）。银泰系比西子联合提前7天持股比例超过了26%。

为了决战即将到来的股权分置改革，双方都不敢放松。

8月25日，银泰系第14次举牌，持股比例刷新至（其中流通股）。

6日后的8月31日，西子联合与杭州控股签署《股份转让协议》，西子联合受让剩余的国家股 (占百大集团总股本的)，每股转让价格为元，总计4847万元。同日，西子联合分别与杭州华悦实业有限公司及上海中都投资有限公司签署《股份转让协议》，西子联合受让二者持有的社会法人股合计8355750股，占百大集团总股本的。股权转让金额分别为19156万元及1209万元。若此3项收购完成，西子联合持股比例将增至，触发了要约收购，因此此次股份转让尚须获得中国证监会批准豁免要约收购的义务。

（5）

等待已久的百大集团股权分置改革终于于2006年9月4日启动。经过初步沟通，方案为：向全体股东以10┐谋壤?转增股本，西子联合、

杭州控股等5家非流通股股东以以获得转增股份的市场价值元/股执行现金对价，其余非流通股股东以获得的转增股份支付对价。

第三回：沈国军杭州城下陈兵布阵(5)

9天后，这一方案又进行了调整。转增股本比例提升至10：，但西子联合、杭州控股等5家非流通股股东执行的现金对价却下调至元/股。

西子联合在股东大会正式表决前，提高了对价水平，是希望借此表现出一种合作姿态，促使方案能通过。

10月11日下午2点整，决议股权分置改革方案的股东大会在杭州大酒店八楼会议室召开。百大集团董事长董伟平宣布会议正式开始。宣读完大会议案后进入股东发言时间，预想中本应热闹的会场此时却突然转入沉寂，包括银泰系方面三位代表在内的现场21位流通股股东没有一个人发言。

一场“无言”的股东大会，银泰系公司持股占流通股的，却投了反对票，方案无法达到法定的2/3通过而被否决。

投票结果出来后，一位持有19万股非流通股的股东代表有点不高兴：“我们都希望股改能顺利通过的，西子和银泰这样僵持下去，对谁都不好，尤其是对我们小股东。”

“虽然我们对结果是有心理准备的，但到宣布结果的时候还是有点失望。”百大集团董事长董伟平有些难过，“我们已经尽最大力量做了很多工作。”

目前百大集团相继获得了延安路262—264号地块、半道红巷1号地块、湖墅南路35号地块以及杭州大酒店二期配套工程的土地使用权。百大集团获得的上述地块都属于市中心的黄金地段，加上已有的杭州百货大楼以及杭州大酒店，百大集团拥有的商业地产价值超过10亿。已在百大集团投入近6亿元的银泰百货，自然不愿放弃嘴边的肥肉。投入了4亿元的西子联合也不言放弃。争夺仍在继续。

此时，杭州市正在积极加快武林门商圈的改造，据悉，武林门商圈的升级改造，将耗资30多亿元，届时将建成全国最好的世界级商业

圈。百大集团董事会只有3000万元的投资权力，公司的对外发展必然受到限制。银泰系和西子联合对百大集团的争夺，很可能使百大集团失去最好的发展机会。

2006年12月18日，继首度股改被银泰系一票否决后，以西子联合为首的16家非流通股股东再次提出股改动议，新方案依然以公积金转增和送现金为主。

新股改方案具体为，以资本公积金向全体股东按10：的比例转增股本（首次股改方案为10：）。上述16家非流通股股东中，有10家拟将所获得的转增股份作为对价执行给流通股股东，而西子联合为首的6家公司则以所获转增股份，按照每股4元，分别向流通股股东执行现金对价。

西子联合承诺，所持股票自股改方案实施之日起36个月内不上市交易，同时在股改实施后的2个月内，增持金额不低于5000万元的股份。

为了不重蹈覆辙，此次方案提出前，经有关方面斡旋，银泰系与西子联合曾就改革方案探讨，但无实质性结论。

2007年1月10日下午2点，表决股改方案的股东大会在杭州大酒店召开。

银泰系在首次股改失败后再次小幅增持了％的股份，达到百大集团总股本的％。而西子联合的持股比例目前并没什么变化。

银泰系派出了两个生面孔的代表参加股东大会。两人相当低调，在会议过程中始终保持沉默，安静地坐在座位上，不提问，也不和周围的人交流。

会议进行得异常沉闷，一个小股东提了几个简单问题后，再无股东发言。2点40分即产生了表决结果，和第一次一样，方案被否决。

跟第一次股改方案的表决结果相比，流通股股东的赞成率小幅提高，但拥有“一票否决权”的银泰投的仍是反对票。

第四回：银泰西征鄂武商蜜月短暂(1)

（1）

容颜老去 鄂武商风光不再 内忧外患，交困昔日龙头

鄂武商A() 是银泰系西征武汉选定了第一个目标，最初获得了政府支持，本以为在九省通衢可功成名就。

政府本想引来外援，救助已在竞争对手围困中的鄂武商A，不想却引来了“一匹狼”。

银泰系增持股权，小幅越界，立刻以来武汉国资警觉。双方越是沟通，越是混乱，终于为“提租案”针锋相对，“大打出手”。

武汉国资态度越来越强硬，商业大重组，把银泰系晾在一边，银泰系该怎么办？……

鄂武商 ()的前身为1959年10月1日创立的武汉友好商场，是建国后国家兴建的第一批大型商业企业。1967年更名为武汉商场。

1986年12月25日， 武汉商场与其他5家机构共同发起设立股份有限公司，并增发新股。其后，在1988年2月、1989年4月、1992年4月三次增资扩股。1992年2月，公司按照股份制规范形式和深圳、上海股份制运行经验，进一步规范和完善本公司股份制形式，并申请上市。1992年11月20日，公司正式在深圳交易所上市交易，成为“中国商业第一股”。

在上市后的前几年中，鄂武商的业绩较好，在1994年度曾达到每股收益元的好成绩。公司从一个“单体商场”发展成为集团化连锁经营企业，

虽然鄂武商占尽天时地利，但近年来的业绩却不如人意。在1997年最后一次配股后，自1998年开始，公司告别了绩优股形象，开始处于微利水平，2001年与2004年甚至出现亏损。

从1982年起，毛冬声开始执掌武汉商场，后被誉“武商教父”。在中国商业界，毛冬声是名副其实的风云人物。在他2004年8月退休卸任

时，鄂武商总资产达34亿元，相当于在国家投资的基础上，赚回了350个原武商。

造成鄂武商业绩大幅下滑的主要原因之一是毛冬声的投资失误。从1993年，毛冬声带领鄂武商开始涉足房地产业，但至本世纪初，房地产公司都不如人意。

2004年8月，新帅王冬生走马上任。王冬生确定了鄂武商的主业仍是零售业，逐步收缩在房地产等方面的投资。2005年度，公司加大对没有投资回报项目的处置力度，收缩了非零售主业，压缩了银行贷款，减少了财务费用，使企业的财务结构得到转变。同时，公司积极夯实零售主业，按照“武汉市做强，湖北省做大”和“以武汉市为核心，周边二级城市为重点”的区域发展战略，公司狠抓网点的发展，新增经营面积万平方米。

而这一切却无法阻挡外来的越来越激烈的挑战。在武汉，凭借旗下三家百货店——武汉商场、武汉广场和世贸广场，雄霸汉口解放大道商圈达10年之久的鄂武商感到了沉重的压力。

武汉商场，这家对鄂武商的利润贡献率达70％的老字号，已历经47年风雨，步入年迈。

而在离世贸广场不足500米的地盘上，香港新世界集团投资兴建了其在武汉的第四家百货店——新世界百货中心，号称华中地区最大、最高档的商业中心，在香港和北京等地已建成的同类型“新世界中心”中规模位居第二。

在武汉广场和世贸广场对面，隔着一条不到百米的街道，中山广场、创世纪广场也已先后动工，两大建筑的6楼以下部分均定位于百货商场。

此外，四年前就进入该地段的庄胜崇光，完成内部改造后，转而以经营女性用品为主。由于其独特的定位和风格，目前也聚集了不少人气。

在2000多米的街道范围内依次排着8家大商场，这在内地任何一个城市都是不多见的。更何况，在武汉，日益成熟的中南、徐东、江汉路、街道口等商圈，已经对解放大道商圈形成了冲击。

面对“新秀”们的夹击，鄂武商的应对越来越显得力不从心。在酝酿了三年时间后，鄂武商启动“炸楼”计划，炸掉武汉商场。而根据规划，将在武汉商场原址上新建一座高8层的商业楼，该项目列入了武汉市商业“十一五”发展规划。整个项目预计总投资亿元，初定于2007年9月开业。

第四回：银泰西征鄂武商蜜月短暂(2)

等待鄂武商的将是一番惨烈的“厮杀”。

（2）

鄂武商在上市前经历了4次股权融资，国家股已失去绝对控股地位，变为相对控股。上市后，鄂武商实施了2次配股，国家股比例进一步下降。在2005年前，在鄂武商的股东名单中，武汉国有资产经营公司（以下简称：武汉国资公司）作为国家股的持有者，持有的股权，位列第一大股东。武汉国资公司控股90%的武汉华汉投资管理有限公司（以下简称：华汉投资）作为法人股股东，持有股权。武汉国资公司与华汉投资合计持有鄂武商的股权。

在上市前的4次股权融资中，形成了大量的法人股。截至2005年底，除华汉投资以外的法人股占总股本的，分散在超过160家机构手中。而流通股的比例在2005年底已占。

这样高度分散的股权结构，必然成为资本的猎物。

在外患重重中，作为控股股东的武汉国资公司开始为鄂武商寻找战略投资者。这时，在资本市场和零售业领域风生水起的银泰系进入了武汉国资的视野，而银泰系也在全国范围内寻找扩张机会，于是双方一拍即合。

刚刚上任不久的鄂武商新董事长王冬生，除了要清理鄂武商的不良资产，另一项重要使命就是要开始和银泰系用“资本语言”说话，这和王冬生过去长期的国企掌门人经历大不相同。

此时的内地证券市场正处在上证指数向下击穿1000点前的恐慌气氛中，悲观失望的情绪笼罩着市场。2005年4月22日（星期五），鄂武商创下了上市12年来的最低价元/股。

周末，鄂武商公告了2005年第一季度报告，业绩同比大幅增长。4月25日（星期一），鄂武商突然以涨停开盘，全天死死地封在涨停

板。26日，鄂武商继续以涨停报收。这是熊市中独特的风景，普通投资者把眼光盯在季报上，一个即将发生的大事件被忽略了。

2005年4月29日，作为银泰系与武汉国资合作载体的武汉银泰商业发展有限公司（以下简称：武汉银泰）正式成立，成立过程相当低调。在武汉银泰的股权结构中，银泰系公司持有，华汉投资持有。华汉投资以其拥有的鄂武商12，321，995股（占鄂武商总股本的）作为出资，按2004年经审计的净资产每股元作价，折合人民币万元。

身为浙江银泰总裁的周明海同时出任武汉银泰董事长。

按照双方的协议约定，武汉银泰自诞生之日起，就实际持有了鄂武商的股权，而银泰系仅作为鄂武商的战略投资者，增持鄂武商的股份，但不谋求第一大股东地位。但华汉投资作为出资的股权一直未办理完过户手续，这也为以后的股权纷争留下了隐患。

（3）

在造好武汉银泰这艘战舰后，银泰系收购鄂武商的战役正式打响了。

此次收购战仍采取两线同时作战方略：由刚成立的武汉银泰担任攻击法人股市场的重任，而老将浙江银泰主攻流通股市场。

2005年10月21日，武汉银泰与长江经济联合发展股份有限公司签署股权转让协议，收购其持有的鄂武商法人股，占总股份的；2005年11月2日，武汉银泰通过司法拍卖程序竞得武汉国际信托投资公司持有的鄂武商法人股，占鄂武商股份的。加上华汉投资的法人股，武汉银泰合计持有法人股。

流通股方面，浙江银泰于2005年7月11日展开收购行动，至2005年12月5日止持有鄂武商23，347，046股流通股，占全部股份的。

此时，武汉银泰与占浙江银泰合计持有鄂武商股份。银泰系触发了信息披露义务，2006年1月6日，银泰系首次举牌，发布《股东持股变动报告书》。这离银泰系首次举牌百大集团（）刚刚过去1个月，而收购鄂武商流通股的时间早于收购百大集团流通股。

第四回：银泰西征鄂武商蜜月短暂(3)

同时在两个战场要打赢两场战役，这确实需要勇气。此举也是在向另一个战场的对手西子联合彰显自己的资金实力。此前西子联合一直在寻找银泰系的破绽，怀疑银泰系的资金链紧张。

2006年1月13日，武汉银泰与泉州新鸿基投资顾问有限公司等9名鄂武商的非流通股股东签署了《股权转让协议》，收购其持有的一般法人股共计18，607，041股，占全部股份的。银泰系持股总比例刷新至（其中流通股，法人股）。

几乎是在银泰系首次举牌鄂武商的同时，鄂武商启动了股权分置改革程序。由于银泰系与武汉国资公司的默契，改革过程异常顺利，鄂武商一路绿灯走过“股改关”。

截止2006年4月3日，之前一直收购法人股的武汉银泰通过深圳证券交易所小额购入鄂武商流通股8，005，965股，占总股本的。

同日，鄂武商实施股权分置改革，银泰系公司持有的流通股获付对价股份8，171，466股。加上华汉投资尚未过户的，银泰系持股总比例刷新至（其中流通股，法人股转换为有限售条件的流通股，比例为）。

根据股权分置改革方案，武汉国资公司用持有的股份支付了对价，股权比例由降至，股份性质变为有限售条件的流通股。华汉投资持有的尚未过户给武汉银泰股份，无需支付对价，股权比例仍为，股份性质变为有限售条件的流通股。

这一天，鄂武商的股票简称变为“G武商”。

（4）

小幅越界，银泰系一举问顶 同台“演戏”，武汉国资出手阻击

在2006年2月9日鄂武商的一次股东会上，鄂武商董事长王冬生曾十分肯定地表示，银泰成为公司战略持股股东的增持计划已宣告结束。根据银泰与国资部门的书面约定，银泰将不再增持鄂武商股票。

而银泰系重要人物周明海亦称，银泰系将不再谋求成为鄂武商第一大股东。

然而就在股权分置改革实施的2006年4月3日，银泰系就实施了小幅增持，加上华汉投资尚未过户的，股份比例落后武汉国资公司不足1%。

2006年4月11日，银泰系通过二级市场再次增持鄂武商流通股，占总股本的。至此，加上华汉投资尚未过户的，银泰系持股总比例刷新至（其中流通股，法人股转换为有限售条件的流通股，比例为，）。银泰系偷偷地越了界，持股总比例超过了武汉国资公司。

此举再次触发了信息披露义务，2006年4月11日，银泰系公布了《收购报告书》。该报告书中称："收购人武汉银泰在武汉银泰成立时，已经合法拥有华汉投资所持有的鄂武商的股份。不论武汉银泰合法持有的鄂武商股份是否过户到武汉银泰名下，收购人目前计划继续购买鄂武商股份，直至获得控股地位，并且长期持有收购的鄂武商股份。"

至此，银泰系经过4次举牌，耗资约2亿元，登上鄂武商第一大股东宝座。

银泰系的收购在二级市场掀起巨浪。从武汉银泰成立到银泰系公布了《收购报告书》的约一年时间里，鄂武商股价从2元/股飙升至4元/股一线，且强势不改，依然向更高点挺进。

此举犹如一把利刃，划破了银泰系与武汉国资公司合作的蜜月期。王冬生的脸上有些挂不住了。

2006年4月12日，武汉国资公司迅速做出了反应。鄂武商发布提示性公告，公告称：华汉投资持有的股权尚未过户给武汉银泰，银泰系实际持有股份仅；而武汉国资公司持有股份，加上华汉投资持有的股份，合计持有。

2006年4月14日，武汉国资公司再发公告，强调其"仍然为武商集团的第一大股东"。

武汉国资部门认定，银泰系举牌鄂武商是明显的单方面违约行为。 武汉国资及相关部门多位人士表示，政府方面从未有过放弃鄂武商的控股地位的想法，在引入银泰系介入武汉商业重组事务这个问题上也存在相当大的争议。而两个月前，周明海宣称银泰不当第一大股东的誓言还记忆犹新，国资部门和政府相关领导均有被戏弄之感。

第四回：银泰西征鄂武商蜜月短暂(4)

周明海为银泰系的行为进行了辩解："考虑到现在鄂武商已成G股（完成股权分置改革的公司）了，为了避免第三方借助二级市场控制武商，我们认为两家（银泰系与武汉国资）合计持股应该达到35%（+）以上才安全。"

这样的解释，武汉国资部门显然不能接受，武汉国资决定反戈一击，给银泰系一点教训。

2006年4月18日，武汉国资公司"编织"了一场官司。这一天，武汉国资公司以债权人的身份起诉华汉投资，要求其归还欠款，并以资产保全为由将华汉公司持有的鄂武商股权申请司法冻结。这场父子同台上演的大戏，用意无非是阻止华汉公司持有的股份过户给武汉银泰。

"此次银泰有势在必得的意味，强势的态度耐人寻味。与政府较上劲，此举实在令人奇怪。"武汉市国资委一位官员如是说。

事实上，即使华汉公司持有的股份成功过户，银泰系仅领先不到1%的微弱股权优势也不能说明什么问题。武汉国资若想夺回第一大股东，也并非难事。

（5）

2006年7月，在武汉市政府的统一安排下，由武汉商业局、武汉金融办等主管部门牵头，一个对武汉商业类上市公司的重组计划被提上日程。这对银泰系来说，无疑是个坏消息。

8月初，武汉银泰和浙江银泰正式向鄂武商董事会提出召开临时股东大会的请求，提出希望派人进驻鄂武商董事会的议案，但鄂武商董事会置之不理；8月19日，武汉银泰、浙江银泰又就上述同样议案向鄂武商监事会提出召开临时股东大会的请求，鄂武商监事会给予"近期不宜召开临时股东大会"的回复意见。

遭此冷遇，武汉银泰和浙江银泰称，为维护股东权益，根据《公司法》和《公司章程》的有关规定，决定于9月1日正式通知鄂武商董

事会，将依法作为召集人自行召集临时股东大会。

银泰系公司提出将在临时股东大会上审议两项议案：1．免去胡波先生董事职务的提案；2．增选周明海先生为董事的提案。公告称，胡波系公司原股东武汉证券有限公司委派董事，而此时武汉证券已不再持有鄂武商股权。

银泰系此次自行召集临时股东大会称得上有理有据。按《公司法》相关规定，单独或者合并持有公司有表决权总数10%以上的股东有权提议董事会召开临时股东大会，同时，查阅鄂武商最新的《公司章程》，银泰系此次举动的流程也符合章程的相关规定。

“一个好汉三个帮”。银泰系自行召集股东会，自拉自唱未免单调，于是，合计持有鄂武商％股份的深圳市银信宝投资发展有限公司、鼎能置业开发有限公司、杭州卓和贸易有限公司等3家小股东出现了。

9月11日，3家小股东向股东大会召集人书面提交了一项临时提案，要求重新审议1995年鄂武商与武汉广场管理有限公司签订的租赁合同，大幅提高租金。武汉银泰董事总经理罗铭表示：3家小股东是在同部分股东充分沟通并调查市场行情之后提出提案的。

提租议案可谓用心良苦，如果武汉国资对此议案投反对票，则将背上损害全体股东尤其是广大中小股东利益的“恶名”。王冬生说：“不管临时提案提议者的动机如何，将对公司的正常运转、稳定发展带来相当不利的影响，后果不堪设想。”王冬生还表示，即使议案获得通过，董事会也不会执行，并已对此所产生的后果做好了充分准备。

为增加在股东会上的筹码，银泰系再次发动举牌收购。2006年8月8日至9月14日，银泰系的一致行动人中信信托投资有限责任公司购入鄂武商流通股1124万股，占总股本的％。8月28日至9月14日，银泰系的一致行动人杭州卓和贸易有限公司购入鄂武商流通股万股，占总股本的％。截至2006年9月14日，银泰系公司及其一致行动人合计持有鄂

武商％（期间，银泰系公司亦有小幅增持，不含华汉投资未过户的股权)，成为第一大股东。

第四回：银泰西征鄂武商蜜月短暂(5)

“8月初，我们跟鄂武商董事会提议增加武汉广场租金，被对方拒绝；9月1日之后，武汉市官方不接我们电话，更不同我们见面，增持是不得已而为之。”周明海言语激动地解释为何打破“只做二股东”的承诺。

9月18日，王冬生宣布辞职，但立刻遭到了武汉国资的拒绝。有关部门通过做工作，王东生收回了辞呈。

就在9月18日这一天，武汉国资迅速对银泰系的行动作出反应。武汉国资公司与小股东天泽控股有限公司（以下简称：天泽控股）（持有鄂武商股份）签署《战略合作协议》，成为一致行动人。加上华汉投资未过户的股权，武汉国资及其一致行动人合计持有鄂武商的股份，夺回第一大股东的身份（或地位）。

值得关注的是，在9月1日，备受关注的华汉投资在武汉银泰中的出资问题得以解决，华汉投资改为以现金万元出资，股权比例不变，并于9月8日完成验资。武汉国资方面保全了股份，却在战前为银泰送去了“弹药”（现金）。

（6）

9月21日下午，在武汉市武汉广场47层4713会议室，鄂武商临时股东会如期召开。

周明海表情决然，在会场中是唯一一个身着西装的人，格外引人注目。王冬生刚刚经历辞职风波，一脸无奈。

股东会原定下午2时开始，由于到场股东、媒体人数太多，登记入场就用了1个小时，直到3时才正式开始。由于参加会议股东人数超出想象，媒体记者全部被请出会场，安排在隔壁通过‘同期声’了解现场情况。

银泰方和武汉国资方均独立聘请了律师团出席股东会，一时间，武汉的知名律师云集场内。

会议刚开始，双方即亮剑相向。

天泽控股首先“发难”：银泰为何“无故”罢免董事？为何不遵守公司章程？对此，银泰代表反驳：“故”不一定是指董事犯什么错，大股东发生变故，也是“故”。

随即，双方焦点又转至大股东是否要干预经营决策上。武汉国资方的律师表示：如果武广卖什么货，几点关门都要开股东大会来定，那武广就不用营业了。银泰律师立即发言：这次股东大会的提租议案，通过后，关系到每位股东切身利益，绝非小事。

正当双方争执不下时，作为支持人的周明海宣布：“会议时间有限，开始投票！”

现场50人投票显示，仅的股东同意提高租金。然而，有669名小股东，代表亿股，在网上投票支持提租，占网上投票总股数的。这一结果把赞成票的合计百分比拉高至，“提租案”以微弱优势通过。

由此可见，“提租案”的群众基础甚好，广大小股东为了自己的利益，在网上庄严投票。

“意料之中的结果，充分尊重股东意愿，依法依规妥善处理。”王冬生面对投票结果仍然是一幅无奈，这和数天前长篇大论地阐述提租种种弊端的情形大相径庭。

出人意料的是，在对增补周明海为董事的事项进行表决时，银泰系投了弃权票。由此可见，银泰此举主要的目的是提租，目的达到后，董事可有可无。

“在增选我为董事的表决上，我们投了弃权票，这是我们在向武汉国资公司表示诚意！”周明海笑称：“他们（指武汉国资公司）需要一段时间来习惯我们的存在。”

这一次战役，以银泰系略占上风而告终。

（7）

王冬生很郁闷，在他领导下的鄂武商董事会，一边面对老上级武汉国资的强势，一边面对银泰的施压，在夹缝中运转。

武汉国资很郁闷，虽夺回第一大股东宝座，却在“提租”事件中输给银泰。于是，天泽控股作为武汉国资的一致行动人，挺身而出，将鄂武商告上法庭，要求法院撤销关于“提租”的股东会决议。

第四回：银泰西征鄂武商蜜月短暂(6)

面对这样的局势，银泰系选择“一进一退”。一面敦促鄂武商董事会执行股东会“提租决议”，一面撤回了于2006年4月11日提交中国证监会的《收购报告书》。

根据当时的信息披露法规，《收购报告书》是取得第一大股东地位后必须履行的信息披露义务。银泰系已不是第一大股东，《收购报告书》已不合时宜，中国证监会受理了银泰系的撤回申请。

银泰系的步伐尚未显凌乱，但一场更大的风雨即将袭来。

2006年12月14日鄂武商召开董事会，王冬生辞去董事长职务，副董事长刘江超接过帅印。王冬生的心情看起来不错，一个多小时的会，“说了很多感谢的话”。

与上次赌气辞职不同的是，外界猜测王冬生此次辞职是因为被委以重任：出任武汉大商业集团筹备组组长，担当整合武汉三大商业上市公司重任。

早在2004年8月，鄂武商69岁的原董事长毛冬声卸任，王冬生以武汉商贸控股集团董事长身份兼任鄂武商董事时，武汉三大商业上市公司重组就已讨论多时，但久未破题。其间，德隆系参与进来，欲打包整合武汉商业，未果。按照当时的方案，以王冬生掌控的武汉商贸控股集团为平台，将武汉国资公司手中持有的鄂武商、武汉中百和武汉中商三家上市公司的股权转入商贸控股，三家公司按照业态不同，进行分类重组。随后，由于武汉市政府人事变动，加上突然而至的股改，武汉商业重组计划搁浅。

此事风云再起。2006年12月，武汉商业重组计划获得湖北省政府批复，方案确定为：武汉国资公司拟与武汉经济发展投资（集团）有限公司（以下称：武汉经发投）共同发起设立武汉商联（集团）股份有限公司（以下简称“商联集团”），其中：武汉国资公司拟以其持有的鄂武商、武汉中百、武汉中商三家上市公司国家股（以2006年8月31

日为基准日，三家上市公司国家股评估值为亿元）作为出资，占商联集团总股本的；武汉经发投以5亿元现金作为出资，占商联集团总股本的。

武汉经发投成立于2005年，由武汉政府原各局委下属的 6 家投资类公司以及2家担保类公司和 1 家综合类公司的国有股权和并重组而成，与武汉国资公司一样，是典型的“国资血统”。

商联集团设立后，武汉将如同上海拥有“百联”一样拥有属于自己的商业航母。此次整合的目标就是发挥武汉国资公司系武汉中百、武汉中商、鄂武商A三家商业上市公司协同效应，优化资源配置，并且酝酿未来可能的整体上市。

2007年1月19日，武汉市政府相关人士及鄂武商董事长刘江超、武汉中商（）董事长严规方、武汉中百（）董事长汪爱群组成考察团，赴上海考察百联集团，并与上海市国资委及百联集团高层做了深入交流。

此前，武汉市有关部门曾有设想，让武汉中百专攻超市，鄂武商专注百货，武汉中商则做商业物流。三大商业公司重组再次启动，武汉一位商业业内人士感叹，全流通后，“江湖早已不是那个江湖，错过了整合最佳时机，难度较大”。

不管未来什么难度，商联集团的组建在稳步推进。3月29日，组建方案已获得国务院国资委的批复，商联集团完成了全部报批程序。

对于高调的武汉商业大重组，银泰系保持了“沉默”。银泰系谋求鄂武商控制权无疑再添障碍。武汉国资频频出招，手段逐渐强硬。双方不到万不得已，都不会轻言放弃。鄂武商究竟何去何从，还有待未来去评说。

此时的银泰，也没闲着，已将旗下的百货资产“打包”，在香港上市。上市后，银泰系携巨额募集资金，卷土重来亦未可知。

第五回：新百改制老集团搭车转让(1)

（1）

南京新百()，勇挑南京国有上市公司改制先锋大旗。南京国资奇思妙想，开创1+X搭售改制思路。

金鹰国际另辟蹊径，连续9次举牌收购南京新百流通股，强行晋升南京新百第二大股东，从而杀出重围，甩下竞争对手。

国资选秀，金鹰国际靠举牌散发的魅力不可阻挡。金鹰国际吞下“X”劣质资产，不想“1”资产只听脚步，不见下楼。原来游戏规则是会改变的……

南京新百()位于南京市中心最繁华地段新街口广场东南侧，是一家老字号大型百货零售企业，占地面积约万平方米，营业面积万平方米。目前，经营品种已达到24万余种。年销售规模近20亿元。南京新百的前身是原南京市新街口百货商店，是南京地区第一家国营百货商店，自1952年8月创建至今，已经具有半个多世纪的历史。南京新百是全国十大百货商店之一、南京当地最大的国有商贸企业，也是南京市第一家股票上市公司。2000年的销售利润指标 名列全国十大百货商店之首。

1992年4月，南京市新街口百货商店以定向募集方式，引入职工股东和其他法人股东，成立股份有限公司。1993年10月在上海证券交易所上市，国家股所占比重降至占总股本的。

上市后，南京新百于1994年、1996年、2000年实施了3次配股，由于国家股放弃配股权，致使股份比例下降至。

2003年6月以后，在南京国有企业改制中，南京新百又成为“破冰先锋”，由此受到公众的持续关注。

本世纪初，一场“国退民进”的国有企业民营化改制席卷全国。这是一场有别于以前任何一次的国企改革，从“产权”这个最基础的制度上推进，国有资本将按照有序原则从一般竞争性领域基本退出。

按照南京市的要求，以市属国有工业企业“三联动”（产权、劳动关系、债务）改革为突破口，全方位推进商贸、农业、城建、旅游、文化等领域国有企业改革。在这样的大背景下， 2003年5月，南京新百的改制被南京市政府列为当年四大资产重组项目之一。

2003年5月13日，国务院颁布《企业国有资产监督管理暂行条例》，并自颁布之日起实施。仅在1个月后，南京新百的国家股转让程序启动。

2003年6月12日，南京新百发布公告，南京市国有资产经营控股有限公司（以下简称：南京国资公司）作为南京新百国家股授权管理单位，将其持有的南京新百国家股5，638万股(占公司总股本的)，于6月17日在南京市产权交易中心挂牌转让。

消息一出，引发社会广泛关注。这将是第一家将国家股在产权交易中心挂牌交易的上市公司，之前的非流通股交易大都是“一对一”的协议转让。

此前，从5月中旬开始，南京新百的股价开始一轮反弹走势，国家股转让的消息推动股价继续稳步上扬。

之所以要在产权交易中心竞价转让，主要是考虑通过这种市场化的方式来操作，一方面有利于增加国家股转让的透明度和公平性；另一方面，也有利于实现国有资产价值最大化。这是国资管理部门积极倡导这种交易形式的原因，并在后来用法规形式固定下来。

然而仅仅4天后的2003年6月16日，即正式挂牌的前一天，此次挂牌转让被中国证监会叫停。

叫停的依据有章可循。早在2001年10月，证监会就发布了《关于规范上市公司非流通股协议转让活动的通知》，重申《公司法》关于“股东转让其股份，必须在依法设立的证券交易场所进行”的规定；指出经国务院批准设立的证券交易所（指上海证券交易所和深圳证券交易所），是上市公司股份转让的唯一合法场所；强调上市公司非流通股的协议转让，必须在证券交易所的管理下有序进行。

第五回：新百改制老集团搭车转让(2)

证监会与国资管理部门的冲突，让南京新百国家股的挂牌转让在公告4天后便夭折。而南京新百股价应声下滑，一轮反弹行情就此结束。

（2）

同样是挂牌转让，南京新百被叫停，而南京山西路百货大楼则顺利完成。

2003年6月12日，南京山西路百货大楼在南京产权交易中心挂牌。公告对于受让方的条件中有一条是要求受让方“有15年以上百货零售业经营历史”。由于15年前也就是1988年百货零售业还没有向民营资本和外资开放，所以从事实上排除了民营资本和外资收购的可能性。结果是报名结束只有企业管理层符合条件。6月30日，南京山西路百货大楼轻而易举地实现了MBO，原总经理王立新成了真正的“老板”。

冰火两重天，其中的缘由仅仅在于南京新百是家上市公司。面对这样的结局，南京新百的管理层怎能心甘?

8月15日，也就是南京新百国家股挂牌转让被叫停两个月之后，南京新百子公司——东方商城的管理层持股方案新鲜出炉。

东方商城紧邻新街口百货大楼，是由南京新百和南京医药2000年共同出资组建的、以经营国际著名品牌为主的高档时尚商场，与南京新百实行错位经营，建筑面积万平方米。

根据MBO方案，东方商城17名中高层管理人员将收购东方商城总股本24，600万股中的12，550万股，持股比例达到绝对控股的。如果股权转让完成，南京新百虽然仍保留东方商城的股份，仍为东方商城第一大股东，但以一致行动人身份出现的17名商城管理人员将以的持股成为东方商城的实际控制人。南京新百实际上将失去对东方商城的控股权。

对于颇为敏感的收购价格，收购方案采取了折价方式。即在东方商城净资产评估值元/股的基础上，收购价折让至元/股。根据这个价格，东方商城管理层收购总的资金需求量为12，万元。面对如此巨额的收购资金，收购方将通过自筹资金和信托融资两条途径完成。其中，管理层自筹现金10%计1，万元，其余90%计11，万元由无锡国联信托投资公司提供信托融资。管理层人员各自与信托公司签订股权委托协议。

据了解，当时的南京市政府在政策上鼓励实行MBO，市政府表示MBO可以享受七折优惠。自2003年至2004年1月，南京市产权交易中心完成国有产权出让项目共计237个，其中MBO有145项，占了％。当时坊间有人称MBO几乎已经成为了南京国资改革的主要形式之一。

这时，半路又杀出了一个福建联华信托投资有限公司，该公司对东方商城发出了收购要约，“如果收购50%以下的股权，价格将是元/股；如果收购50%以上的股权，价格为元/股”。收购价格显然高出MBO一大截。

无论谁是南京新百国家股的潜在收购方，显然都难以容忍在入主之前，就让地处寸土寸金区位的“东方商城”旁落，并成为强劲的竞争对手。因此在南京新百股东大会召开之前，就有人在二级市场收集筹码，也有人征集表决权，阻击MBO方案。

二级市场暗流涌动，推动了南京新百的股价发力上攻，8月15日还在元/股左右，至9月5日，其最高涨幅已接近70%，成为弱市中的一只大牛股。

面对各方的压力，2003年9月6日，南京新百发布一则公告称：原定于9月16日召开的表决东方商城MBO方案的临时股东大会，“因有关会议事项尚未准备完善，现决定暂缓召开”。此公告将股东大会无限期推迟，东方商城MBO夭折。

消息一出，还处于“潜水”状态的各路资金见阶段性目的已达到，纷纷偃旗息鼓，进入“陈兵对峙”状态。股价应声从元/股的高点跌落，

到11月份时，曾一度跌穿7元/股。

（3）

“1+X”？“X+1”？

经历了“挂牌叫停”事件后，南京国资公司对旗下上市公司的民营化改制依然“痴心不改”。这场大戏还未正式开演，就“序曲”连连。

第五回：新百改制老集团搭车转让(3)

媒体和公众将焦点集中在南京新百管理层身上，处于风暴中心的李三宁更是坐在“火山口”上。

李三宁，时任南京新百董事长，此时在这个位子上已经坐了2年了。在出任董事长之前，李三宁曾是南京新百的副董事长兼总经理。不仅如此，此时他还掌控着本次收购战的另一重要成员：南京新百控股集团有限公司（以下简称：新百集团）。

新百集团成立于2002年。当时南京国资管理部门将属下主要的商业类资产一分为二，分别组建新百集团和南京中央集团有限责任公司（以下简称：中央集团）。新百集团委托给南京新百()管理，中央集团委托给南京中商（)管理。两个集团与两家上市公司之间并无产权关系，这和大多数内地上市公司的情况不同。

成立于2002年6月的新百集团是由南京市交家电公司、市化工原料公司、市五金公司、市金桥市场等7家国企组建(后有2家企业脱离出去)。南京新百的董事长李三宁同时出任新百集团的董事长兼总经理。

经过调整，南京商贸系统改制总体方案逐渐清晰，就是要利用上市公司的优质资产吸引有实力的重组方参与较差的非上市资产的重组，彻底实现“国退民进”，这就是所谓的“1＋X”模式。具体到南京新百，“1＋X”具体步骤为：将上市公司南京新百的国家股设定为“1”，新百集团下属非上市企业资产设定为“X”，在对X部分先行操作转让后，对上市公司国家股部分将按照相关规则逐步完成。

在有意竞购的投资者中，有新疆德隆、复兴系旗下的豫园商城()、来自北京的零售业巨头物美商业、神秘的德汇投资等这样的资本大鳄，也有南京本地的苏宁电器、南京金鹰国际集团有限公司（以下简称：金鹰集团）。无论谁若想脱颖而出，稳操胜券，都绝非易事。

南京本地的金鹰集团，此时和其他竞购者一样，也在做着大战前的积极准备。

金鹰集团，由美籍华人王恒于1992年设立，它是南京首家获批成立的大型多元化外资企业集团，下有房地产、购物、高科技、汽车营销等专业集团，“金鹰”是华东地区知名的连锁品牌。

“1995年，金鹰的掌门人——美籍华人王恒带着2，000万美元的集资款来到南京投资。2，000万美元并不是王恒个人所有，大部分资金来自同乡会等类似机构的筹集，利息颇高。通过南京化工厂高级工程师李文华搭桥，王恒回国和工商银行合资组建金鹰集团。”南京金贸(集团)公司党委副书记李春强在回忆金鹰的成长过程时，依然记忆犹新。当时金贸集团和金鹰集团都属于南京工商银行的“三产”。

1995年组建的时候，南京工商银行的出资要比王恒多得多。但1997年香港回归之前，中央严令银行不得办“三产”，南京工商银行必须退出。工商银行的一进一出，成就了王恒的原始积累，而且金鹰集团成为了当时南京唯一一家外资独资的商业企业。经过短短几年，金鹰集团下属的金鹰购物中心已成为南京盈利情况最好的商业企业之一，但金鹰集团在高科技、地产等多方面的投资却败多胜少。

到2003年10月上旬，新百集团整体产权出让前的各项准备工作完成了，包括成立工作机构、招商信息挂牌登记、资产审计评估、通过职工安置方案等。

11月，通过由专家对各意向受让方的受让方案独立进行的评议打分，按得分高低确定了进入谈判阶段的5家意向受让方。

12月初，5家意向受让方与南京市国资办、产权交易中心和新百集团进行了协议谈判，同时出让方和意向受让方相互开展了尽职调查。在此基础上通过协议谈判形成了谈判备忘录和协议草案。这其中包括金鹰集团。

为实现既定目标，金鹰集团一方面充分利用多年在南京商界积累起来的人脉优势，争取独家胜出；另一方面却在另辟蹊径，筹划“举牌战”。

第五回：新百改制老集团搭车转让(4)

（4）

二级市场吸筹金鹰合围新百 跃马提枪急先锋华美联合出战

在南京新百2003年中报中，一位名叫肖钢的自然人股###然出现。在此前的半年中，他悄然吸货，最终持有万股流通股(占总股本的)，不仅成为第一大流通股股东，还在前十大股东中名列第三。

而肖钢的身份，正是金鹰集团的财务副总监。金鹰集团随后表示，肖的收购，纯属个人投资行为。肖钢在2003年年底从前十大股东中消失。

此后，在东方商城MBO的闹剧中，金鹰集团也加快了收集流通股的步伐。此举是为了取得主动权，增加与国资的谈判筹码。

2003年8月，金鹰集团及其子公司作为一致行动人（以下统称为：金鹰系）开始暗中在二级市场吸筹。南京华美联合营销管理有限公司(以下简称：华美联合)最先出战。

2004年2月6日，华美联合先后买入南京新百股票1，153万股，持股比例占总股本的5%。此举触发信息披露义务，华美联合再也无法“潜水”了，公告了《持股变动报告书》，这是金鹰系公司的第一次公开举牌。

这一行为是新的《上市公司收购管理办法》出台以后出现的首次举牌收购，南京新百再次引发了市场的沸腾。

2004年3月3日，金鹰系再次公告《持股变动报告书》，金鹰系另一公司南京金鹰国际购物集团有限公司(以下简称：金鹰购物)，在不到半个月的时间里4次举牌，再获得南京新百5%的股权。金鹰系持股比例刷新至。

随后，金鹰系第3家公司金鹰申集团有限公司(以下简称：金鹰申)参战，2004年3月27日，金鹰系再次公告《持股变动报告书》，自3月

12日起的半个月里金鹰申4次举牌，持有南京新百的股权。金鹰系持股比例刷新至（期间金鹰购物有少量增持）。

从2月6日金鹰系“浮出水面”，到3月27日，不到两个月时间里，金鹰系9次举牌，顺利晋升南京新百的第二大股东。

而伴随举牌，南京新百的股价再次冲上10元/股。南京新百的流通股向少数“大户”集中，股东人数急剧减少，2003年6月30日公司股东人数为82832户，9月30日为48818户，12月31日减少到44578户，2004年3月31日进一步减少至38361户。

金鹰系在二级市场的强势出击，阻退了大多数竞购者，而北京物美和上海德汇仍坚持战至最后一刻。经过多次多边谈判，各方仍互不相让。

3月底，通过南京国资公司组织的二次方案比选，南京国资公司宣布：综合得分最高的金鹰集团最后胜出。

2004年4月8日，金鹰购物和金鹰集团与南京国资公司签署了《产权转让协议》， 以亿元受让了新百集团产权，同时承诺对新百集团的增资亿元。增资完成后，新的新百集团注册资本4亿元，将由金鹰购物持有股权，金鹰集团持有股权，南京国资公司持有股权。

按照之前拟定的游戏规则，谁收购新百集团，谁就拿到了收购南京新百国家股的“门票”。此时金鹰系拿到了“门票”。

2004年4月20日，金鹰系发布《持股变动报告书》，公告了受让新百集团的事项，并表达了收购南京新百国家股的意向。同时小幅增持南京新百的流通股，金鹰系持股比例刷新至。

而对于新百集团的员工而言，此次股权转让也给他们带来了新的就业岗位。根据安排，改制后的新百集团将设立独立员工安置委员会，通过业务发展解决员工就业问题。如果确需裁员，原则上每年不超过职工总数的1%，并按法规规章支付补偿。为此改制后的新百集团提留了7962万元的职工安置备付金。

（5）

金鹰系在签署受让新百集团的《产权转让协议》后，王恒高调宣称出任新百集团新任董事长。

签署《产权转让协议》20天后， 4月28日，金鹰系这个“新东家”就对新百集团发布了“换帅令”：李三宁在集团内不再担任职务，由原下属公司南京金桥实业总公司总经理肖红兵接任总经理。

第五回：新百改制老集团搭车转让(5)

为方便“新帅”工作，王恒来了个“釜底抽薪”。金鹰系宣布，新百集团的整个管理层的办公地点将从新街口搬至中央门的金桥市场，同时还提出了将南京交家电公司所属业务单位搬入金鹰汉中新城，筹建一个专业交家电卖场的方案。

20天的时间，李三宁丢失了新百集团董事长和总经理2个职务，并被“架空”了。突如其来的变化让李三宁心里无法平衡。

从2004年4月28日开始，新百集团所属部分员工在南京建宁路等地公开请愿，表示不能接受一个私企到处借钱来收购新百这样资金充裕、经营出色的国企，并且新百集团的员工至今没有看到金鹰系对收购后的员工安置方案。按有关规定，此方案在签约前应该与全体员工见面，并需经职代会或者职工大会通过。

次日，李三宁开始最后一击，对外公开宣称：金鹰系原定4月28日前到位的亿增资未到位，金鹰还未完全履行相关条款规定的义务，因此新百集团仍是国有企业，自己仍是新百集团的董事长、法人代表。同时，他召开集团工作会议，宣布：新百集团及集团所属企业涉及投资、重大经营活动、办公地点迁移、营业场所变动、资产重组、员工的调整与安置等事宜，都要以集团文件表述为准，“排除一切干扰”。

新百集团的管理人员前一日刚刚出席了王恒主持的会议，又在这天一个不差地出席了李三宁主持的会议。面对两个董事长，他们无所适从。

针对李三宁的说法，王恒指定发言人公开反驳：根本不存在4月28日这个增资期限，而且股东增资是企业的自主行为，不影响所有权。

“在当前银根紧缩的情况下，集团下属各企业尤其要严格加强资金管理”，李三宁在召集新百集团所属企业领导开会时指示，“绝对不允许把资金拆借给外企业”，要严防“内鬼”。

李三宁此言似乎在怀疑，金鹰系有可能抽掉新百集团内部的现金，转一圈回来，再对新百集团“增资”。

金鹰方面则表示，其实他们对新百集团的增资可能会超过亿元，只是这有个过程。

王恒和李三宁的口诛笔伐，很快受到南京政府的关注。为推进国企顺利改革，政府很快采取了行动。

5月11日下午，由南京市副市长蒋裕德亲自参加的南京商贸工作会议上宣布，原新百集团的所有领导层（包括董事、监事）就地免职，新的领导层也相继产生，肖红兵出任新百集团总经理，而集团董事长一职也是毫无疑问由王恒担任。

有了政府保驾，5月13日，新百集团完成了工商变更登记工作，领取了新的营业执照，公司名称变更为：南京新百投资控股集团有限公司（以下仍称：新百集团）。5月24日，新百集团亿元注册资金到位。

一番波折之后，新百集团换帅风波尘埃落定。而上市公司南京新百董事长方面的争夺，金鹰系表现得更沉稳。

金鹰系以南京新百第二大股东的身份，推举王恒和金鹰购物副总裁王林作为南京新百新一届董事候选人。2004年4月27日，南京新百董事会将此提案提交股东大会表决。

而为了配合王恒、王林顺利当选，金鹰申又增持南京新百流通股。截至2004年4月23日，金鹰系持股比例刷新至。

有了金鹰系的“力挺”，2004年5月27日，根据南京新百股东大会表决结果，王恒、王林顺利入选董事。同日，召开新一届董事会，王恒被选举为董事长。

李三宁卸任南京新百董事长，同时请求辞去南京新百董事职务。李三宁在告别了新百集团后，再次告别了南京新百，从此淡出江湖。

（6）

新百员工群起抗议 国家股收购再现波澜

接下来的5个月出现了难得的沉寂，关于转让南京新百全部国家股的谈判在金鹰系与政府之间悄悄地进行。进入11月，南京新百再次被推到了风口浪尖。

11月4日，南京市国资管理部门领导周发亮受上级委派向南京新百领导层宣布，南京新百国家股转让协议已拟订，要求南京新百公司在11月15日前接受并且完成审计工作，以确定最终转让的资产数值。

第五回：新百改制老集团搭车转让(6)

协议是老股东与新股东商定的，其他人对协议内容一无所知。有管理层代表员工向国资部门询问员工安置方案，当时未得到明确答复，只是表示将把问题记录并向上级反映。

在随后的几天里，南京市几家报纸对此事进行了报道。消息开始在南京新百的员工中传播。原本，南京新百员工对政府将自己为之服务的公司作为“1”与劣质资产“X”搭售就颇为反感，现在更是觉得“政府和金鹰之间是不是有什么秘密协议”。更有媒体报道：金鹰从南京新百划走9000多万元用于支付新百集团下属企业员工安置费事项。南京新百员工的怒火在上升。

11月11日上午9点，政府委派的审计人员来到南京新百进行审计。南京新百员工被要求盘点查账（新百每月的盘点日是25日），这又引起了员工的不满。

上午10点，《南京日报》上一篇名为《新百集团新任董事长亮相答疑》的新闻报道在新百员工中传阅。该报道是对刚刚接替王恒出任新百集团董事长的李桂菊的一篇专访。针对南京新百国家股转让的情况，李桂菊表示政府的承诺不会变，金鹰受让南京新百国家股的决心不会变，完成受让的时间也不会过长。

“政府的承诺”这一说法再次让南京新百员工联想到“秘密协议”。酝酿多日的“火山”，这次被激发了。南京新百员工们群情激昂，于是自发关门，以闭门不营业的方式表示抗议。

南京新街口百货大楼52年来第一次拒绝开门做生意。熙来攘往的人流对商店闭门谢客、大门紧锁这“破天荒”的宁静报以狐疑的眼光，不知道究竟发生了什么事。

事态的发展让所有人都措手不及。当天，南京市政府采取了积极的措施，安排一位副秘书长来到新百与员工对话。

南京市政府当晚连夜开会，商讨问题处理方案。这次一直持续到12日凌晨的会议，达成了6点处理意见。

天一亮，有关方面以“南京市新百改革工作领导小组”的名义，发布了“告新百职工书”（针对上市公司南京新百员工），申明了政府的相关意见：

南京市常务副市长陈家宝和副市长蒋裕德都来到新街口百货大楼，传达政府的意见，并听取员工的意见。陈家宝还宣布，南京新百改制暂停。

12日这天，新街口百货大楼虽然恢复开门营业，大楼里少了许多顾客，却多了政府派来了“维持秩序”的警察。自动扶梯停运，一楼的珠宝和化妆品柜台空空如也，看不到营业员的身影，家电柜台找不到收银员...

从12日这天开始，由南京国资委、南京商贸局等6个政府部门组成的“新百改革工作领导小组”开始派人在新街口百货大楼办公，听取员工意见。南京市政府及时的处理，使事态很快得以平息。

11月26日，南京新百发布澄清公告，披露了“关门”事件及对公司的影响，同时披露了向关联方提供资金和担保的情况，否认了金鹰系占款9000万元的说法。

一场风波暂告一段落，留下的问题却值得思考，国家股转让是否需要通过职工代表大会?

一方面，南京新百作为按现代企业制度组建的上市公司，股权转让是股东的事情，应该召开的是股东大会，而不是职工代表大会。作为企业的员工，本无权介入。

但是另一方面，南京新百在组建上市公司时，限于当时的政策法规，员工仍保留“国企职工身份”。国家股转让，就意味着“国企职工身份”的消失。员工应重新和企业确定劳动关系，获得经济补偿。从这个意义上讲，员工有权介入。

（7）

屡现波澜的国家股转让，让觊觎第一大股东位置已久的金鹰系逐渐失去了耐心。

2005年2月2日， 金鹰系通过大宗交易，一举增持，加上之前的零星增持，金鹰系持股比例刷新至。

由于金鹰系合计持股已超过原第一大股东（国家股），触发收购义务。2月4日，金鹰系三公司公告了《南京新百收购报告书摘要》，并向中国证监会报送了《南京新百收购报告书》。

第五回：新百改制老集团搭车转让(7)

至此，金鹰集团历时一年，经过11次举牌，2次大宗交易，耗资近5亿元，终以的微弱优势登上南京新百第一大股东宝座。

这是内地证券市场首家以二级市场举牌收购方式取得第一大股东地位的收购案，金鹰收购新百案，成为证券市场的一个里程碑，开辟了一个并购的新时代。

中国证监会在收到《南京新百收购报告书》后，于2005年2月25日发出了通知，要求金鹰系三公司补充资料。金鹰系提交了补正材料后，中国证监会于2005年3月17日认为三公司申报材料“未能就有关内容提供适当、完整、清楚的说明材料，决定不予受理该行政许可申请。”金鹰系三公司表示，将对相关内容和材料进行积极修改，完善后尽快报送中国证监会。

根据南京新百2005年度报告，金鹰系已披露为南京新百的实际控制人。

南京新百“关门事件”后，南京国资出让国家股的态度逐渐发生了变化。

在2005年春节前的两个工作日，南京市国资部门受南京市政府委托，连续开了两次会议。会议中，有关负责人重申了2004年11月12日政府的“六条意见”。也就是说，如果国家股今后准备转让，南京新百的员工将有很大的话语权。

更有政府人士做了非常肯定和强硬的发言，该人士宣布：南京国资公司所持有的南京新百和南京中商的国家股，现在不向任何第三方转让。

此时，政府对“国退民进”改革的指导思想做了修正。2005年3月18日，南京市曾召开会议讨论商业集团国有股权转让问题，会议传达了江苏省《关于2005年推进国有经济布局结构调整和国有企业改革的意见》的文件精神，并明确表示国有企业改革要“坚持优进劣退、优胜劣

汰”，“国有资本既要向重要行业和关键领域集聚，也要在具有优势的竞争性行业发挥效益”。

这样的表态被市场人士认为是国家股不退出的明确信号。随即，与新百集团改制同样广为市场关注的中央集团改制也出现变数，中央集团下属三家企业的股权在南京市产权交易所公开挂牌单独出售，原有的“1＋X”改制模式退出了历史舞台。

2005年4月初，南京市商贸局在南京新百召开现场办公会宣布收回发展战略、业务指导和高管人士安排等决定权。

南京国资一系列的行动，把刚刚以微弱优势登上南京新百第一大股东宝座的金鹰系放在了一边。金鹰系与南京国资之间的矛盾也因此愈来愈深。

2005年9月28日，南京国资公司将其持有的南京新百国家股未来15年的股权收益权信托给江苏省国际信托投资有限责任公司（以下简称：江苏国投），设立财产信托，并委托江苏国投向投资者转让部分股权收益权，自信托成立日起满一年时当天由南京国资公司回购该部分信托权益。南京国资公司其中的2800万国家股(占公司总股本的)质押给江苏国投，为本次信托计划出质。

南京国资宣称：信托计划募集的资金，将用于市内重大项目建设，如南京市青少年科技活动中心、明基医院等。

“市国资下属8家上市公司，为什么偏偏选择敏感的南京新百国家股作信托产品融资？”金鹰集团一位高层如是反问。

（8）

在南京国资的暧昧态度下，金鹰系启动了香港上市计划。

上市前，金鹰系实施了股权重组。金鹰集团的资产被分拆为二，新百集团、金鹰申、华美联合的股权均被剥离到新成立的南京金鹰国际投资管理有限公司(以下简称：金鹰国际投资)中。此举意味着金鹰系持有的南京新百全部流通股被注入到金鹰国际投资，而金鹰国际投资不作为“上市资产包”的组成部分。

2006年3月8日，金鹰商贸集团有限公司()在香港公开招股，计划发行亿股股份，预计筹资～亿港元。而这一切与南京新百无关。

第五回：新百改制老集团搭车转让(8)

金鹰商贸()董事认为，虽然金鹰系公司是南京新百的第一大股东，却无法获得南京新百实际控制权，因此，金鹰商贸不能掌握南京新百的业务方向或发展战略。同时，由于南京新百是一家多元化的公司，除了经营百货店外，还有其他业务权益，而这些业务不在金鹰商贸的业务范围内。金鹰商贸董事认为，将南京新百纳入香港上市业务并不有利，所以将其剥离。

对南京新百而言，金鹰商贸的上市不仅使其游离于金鹰集团的百货业态之外，还将面临巨大的市场竞争。因为，金鹰商贸将动用4000万港元募集资金建设金鹰南京玄武店，并预计2007年第2季度开业，这将对南京新百形成较大的冲击。

2006年10月19日，南京新百的股权分置改革方案终于姗姗而来。

对价方案为：上市公司以资本公积向全体流通股股东每10股转增股，相当于流通股每10股获送股。

若该方案得以执行，南京国资持有南京新百的股份比例将从降至；而金鹰系公司截至2006年9月30日，已合计持有南京新百的股份，执行对价方案后，股份比例上升至。

同时，在该方案中还约定：由于南京新百子公司东方商城（主要从事高档百货业务）与金鹰购物集团的南京新街口店形成直接竞争关系，金鹰系将尽快提出以公允的市场价格收购东方商城的议案。

2006年10月27日，南京新百发布公告：经过股东之间沟通，维持原方案不变。

此后，金鹰系修订了《南京新百收购报告书》，并将《收购报告书摘要》公告。修订后的《南京新百收购报告书》重新呈送中国证监会，等待其审核。这是离金鹰系登上第一大股东宝座已21个月，可收购行为仍未获得中国证监会的认可。

由于执行对价后，金鹰系公司持股超过30%，触发要约收购义务，因此还需向证监会申请豁免。同时该方案还需获得江苏省国资委的批准及南京新百股东大会表决通后方可实施。

如果方案最终执行，南京新百将在大股东金鹰系和二股东南京国资的共同执掌中运行。金鹰如何处理旗下百货业务与南京新百的关系，如何错位经营？南京国资如何去适应二股东这个新角色？一切静观其变。